



L'impact de la finance de marché sur le comportement d'investissement des entreprises : une confrontation des approches microéconomique et macroéconomique

Yann Guy

► To cite this version:

Yann Guy. L'impact de la finance de marché sur le comportement d'investissement des entreprises : une confrontation des approches microéconomique et macroéconomique. Economies et finances. Université Paris-Diderot - Paris VII, 2012. Français. NNT: . tel-00738271

HAL Id: tel-00738271

<https://theses.hal.science/tel-00738271>

Submitted on 3 Oct 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITE PARIS. DIDEROT (Paris 7)
U.F.R. Géographie, Histoire, Sciences de la Société

N° attribué par la bibliothèque

Année 2012

|||||||

Thèse pour le doctorat ès Sciences Économiques
(arrêté du 30 mars 1992, arrêté du 18 janvier 1994)
présentée et soutenue publiquement par

Yann GUY

le 03 juillet 2012

L'IMPACT DE LA FINANCE DE MARCHÉ SUR LE
COMPORTEMENT D'INVESTISSEMENT DES
ENTREPRISES :
UNE CONFRONTATION DES APPROCHES
MICROÉCONOMIQUE ET MACROÉCONOMIQUE

Composition du Jury :

M. Olivier BROSSARD	Institut d'Études Politiques de Toulouse, rapporteur.
M. Bernard CHAVANCE	Université Paris Diderot - Paris 7.
M. Jacques MAZIER	Université Paris Nord - Paris 13, directeur de thèse.
M. Dominique PLIHON	Université Paris Nord - Paris 13, rapporteur.
M. Renaud LE GALL DU TERTRE	Université Paris Diderot - Paris 7, directeur de thèse.

L'Université Paris Diderot - Paris 7 n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme
propres à leur auteur.

Remerciements

Je remercie avant tout Olivier Brossard et Dominique Plihon d'avoir accepté d'être les rapporteurs de ma thèse. J'adresse également mes remerciements à Bernard Chavance pour m'avoir aidé à choisir la voie que je souhaitais emprunter lorsque j'étais étudiant en Master 1 et encore hésitant. Je remercie Renaud du Tertre et Jacques Mazier pour avoir été extrêmement disponibles pour moi depuis maintenant de nombreuses années. Je leur adresse toute ma reconnaissance pour leur niveau d'exigence, leur soutien, conseils et remarques dans le cadre de la rédaction de cette thèse.

Pour leur aide précieuse dans la relecture de ce manuscrit, je remercie infiniment Jean-Baptiste Gossé, Véronique Janod, Abder Doulazmi, Christine Barboza, François Tronchon, et mes parents. Un merci tout particulier à mes parents ainsi qu'à Jean-Baptiste pour leur humeur toujours égale malgré la quantité de travail que je leur ai donnée. Je remercie également Mickaël Clévenot pour m'avoir aidé dès le début de ma thèse et pour m'avoir apporté une aide précieuse et de nombreuses idées dans la rédaction de plusieurs parties de ce travail. J'adresse aussi tous mes remerciements à Vincent Narbeburu pour les connaissances qu'il m'apporte en termes de programmation et de logique informatique depuis quelques années maintenant et qui me furent très précieuses pour le travail statistique que comporte cette thèse.

J'aimerais également témoigner ma gratitude à Dominique Plihon, Francisco Serranito, Luis Motti et à Antonia López de l'Université Paris 13, ainsi qu'à Genarro Zezza (Levy Economic Institute), Engelbert Stockhammer (Université de Vienne) et Laurent Batsch (Université Paris Dauphine) pour leur regard sur certaines parties de ce manuscrit à travers la lecture de différents papiers et pour les conseils qu'ils m'ont apportés afin de les améliorer.

Je souhaite exprimer toute ma reconnaissance à Axelle Charpentier, Adrien Bouguen, Bastien Michel, Camille Terrier, Marie-Luce Bia Zafinikamia et Dylan Glover du laboratoire J-PAL Europe (Ecole d'Economie de Paris) ainsi qu'à Bram Thuysbaert (IPA - Innovation for Poverty Action) pour la chance qu'ils m'ont donnée de travailler avec eux au cours de ma dernière année de thèse. Cela me fut précieux à de nombreux points de vue. Un très grand merci à Axelle, Adrien et à plus forte raison encore à Bram pour la formation aux méthodes de travail sous Stata qui m'auront permis d'atteindre un niveau de rigueur

supplémentaire dans mon travail. Merci enfin à tous les membres du J-PAL Europe pour leur accueil.

Je tiens à saluer tout particulièrement les amis qui m'ont le plus entouré à l'Université Paris Diderot - Paris 7 au cours de cette période et avec qui j'ai eu le plaisir de partager un bureau, à savoir Damien Moyé, Abder Doulazmi, Sébastien Dépinaerde et Ingrid Vaileanu-Paun. Ces années à leurs côtés ont été l'objet de très bons moments, je les en remercie.

J'aimerais plus généralement témoigner ma profonde reconnaissance à ceux qui m'ont soutenu durant ces années de doctorat : mes collègues et professeurs de Paris 7, mes amis et bien sûr ma famille.

Eva, je ne peux décrire ce que je te dois en quelques courtes lignes. Je te dédie bien évidemment cette thèse et je te remercie pour ton soutien permanent et pour avoir été à mes côtés tout au long de ces années.

Introduction générale

Au tournant de la première décennie du XXI^e siècle, la situation économique des grands pays industrialisés confère une importance cruciale au comportement des entreprises en matière d'investissement. À la suite du ralentissement économique généralisé et de la contraction de l'emploi qui ont suivi le retournement des marchés financiers en 2007, nous avons assisté à un regain d'intérêt pour les courants économiques qui considèrent que l'investissement est étroitement lié à l'évolution de la sphère financière (Minsky, 1986 ; Stiglitz et Greenwald, 2005).

L'importance de la finance de marché n'a cessé de s'amplifier depuis le début des années 1980 en France. Du point de vue des agents, nous pouvons définir la finance de marché comme l'ensemble des possibilités de financement sur les marchés financiers, sous forme d'émissions de titres de créance ou de propriété. Cette finance directe s'oppose à la notion de finance indirecte ou intermédiée. Lorsque la finance intermédiée domine, les agents financent majoritairement leur activité par le biais d'un endettement auprès des banques (Plihon, 2008).

Le développement de la finance de marché a pris place en France au début des années 1980 suite à deux grandes séries de réformes : (i) la libéralisation financière qui regroupe pour l'essentiel la fin de l'encadrement du crédit par les pouvoirs publics et l'abandon du contrôle des changes et (ii) la création d'un marché unique de capitaux auquel tous les agents – ménages, entreprises, banques etc. – ont accès. Cette évolution sera ensuite renforcée par la création du marché unique des capitaux pour les pays de l'Union européenne.

Elle participe également au phénomène de connexion internationale entre les marchés financiers des pays industrialisés, ou « globalisation financière » (Plihon, 2009). Suite à ces réformes, la valeur totale de l'épargne placée par les agents sur les marchés financiers – sous forme de titres de créances (obligations et titres de créances négociables) ou d'actions – n'a cessé de s'accroître et représente 422% du PIB en 2005 contre 90% seulement en 1980 (Plihon, 2008). Cette évolution quantitative est un premier signe du développement de la sphère financière vis-à-vis de la sphère réelle et nous amène à nous interroger sur les conséquences que ce développement pourrait avoir sur la stratégie de croissance des entreprises.

Peu à peu, un nouveau régime d'accumulation prend place en France, que nous dénommons « régime d'accumulation financiarisé » (Boyer, 2000). Nous entendons sous ce vocable le phénomène selon lequel le comportement des investisseurs sur les marchés financiers affecte fortement les stratégies de croissance et de financement des entreprises. En particulier, l'importance croissante des investisseurs institutionnels chargés de collecter et de placer l'épargne des ménages sur les marchés financiers – renforcée par le vieillissement de la population –, joue un rôle crucial dans l'inflexion de la gestion de l'entreprise – i.e du gouvernement d'entreprise – dans le sens de l'intérêt de l'actionnaire (Commissariat général du Plan, 2002a). Au niveau mondial, ces investisseurs, majoritairement anglo-saxons, gèrent en 2006 une masse d'épargne qui est supérieure au PIB total des grands pays industrialisés (Plihon, 2009).

Il convient de définir plus précisément les notions « d'investissement » et de « stratégie de croissance » auxquelles nous avons recours tout au long de la thèse. Pour ce faire, il nous faut tout d'abord expliciter les concepts d'investissement productif et financier dans leur sens économique. L'investissement productif regroupe les acquisitions de biens en capital – ou capital fixe. En d'autres termes, il s'agit des acquisitions de biens d'équipement à la fois sous la forme de la croissance interne et de la croissance externe – i.e. les opérations de fusion-acquisition. L'investissement financier est quant à lui généralement ramené, dans le langage économique, à la notion de placement financier, c'est-à-dire à la détention d'intérêts minoritaires. Dans le cadre de cette thèse, nous adaptons notre vocable aux termes de la comptabilité d'entreprise.

Pour éviter toute confusion, nous désignerons l'acquisition de nouveaux biens en capital fixe – le comportement consistant à développer son activité en interne – par le terme de « croissance interne ». On comptabilise en général ces nouvelles acquisitions de biens d'équipement sous une forme brute, qui contient à la fois les nouvelles acquisitions – les achats nets – et la dépréciation du capital acquis antérieurement et qui devient peu à peu obsolète. En comptabilité nationale, cet agrégat correspond à la notion de formation brute de capital fixe.

L'investissement financier représente quant à lui l'acquisition d'équipements existants à travers les opérations de croissance externe, les placements financiers et la détention d'intérêts minoritaires. Il convient de noter que les opérations de croissance externe prennent une place primordiale dans la stratégie de croissance des grandes entreprises au sein du régime d'accumulation financiarisé, place que nous nous attacherons à décrire.

La finance de marché et la croissance des entreprises : deux niveaux d'analyse

Le but de la présente recherche est de décrire les conséquences du comportement des investisseurs sur la stratégie de croissance des entreprises françaises, dans le contexte de domination de la finance de marché. Nous appréhendons ces conséquences sous deux angles différents : (i) une analyse de long terme ; (ii) une analyse dynamique, ou de court terme, à travers l'évolution cyclique de l'investissement des entreprises. Notre analyse de long terme est conforme à celle de plusieurs auteurs régulationnistes et post-keynésiens tels que Boyer (2000), Stockhammer (2005-06) ou encore van Treeck (2008). Nous considérons que la croissance interne est soumise à une pression baissière à long terme, compte tenu de la contrainte macroéconomique de réalisation des profits (Kalecki, 1954) ainsi que des exigences de rendement des actionnaires et de la faiblesse de l'accumulation de nouveaux biens d'équipement qui en découle. Notre analyse dynamique porte quant à elle sur la dimension cyclique d'origine financière de la croissance des entreprises. En d'autres termes, nous étudions les décisions que les dirigeants d'entreprise prennent en réponse à l'évolution des prix sur les marchés d'actions et à l'évaluation du risque que les investisseurs perçoivent. Ce type d'analyse est courant dans la littérature et conforme à celles d'Aglietta (2008) et

de Brossard (1998, 2001).

Le champ d'analyse de l'activité des entreprises et la question comptable

D'un point de vue méthodologique, nous procédons à une étude du comportement des entreprises françaises par une distinction entre celui de l'ensemble des entreprises résidant sur le territoire français et celui plus particulier des grands groupes français cotés. Pour ce faire, nous décrivons la stratégie des entreprises : (i) au plan macroéconomique, à partir des comptes nationaux de l'INSEE, en utilisant les comptes de l'ensemble des sociétés non financières résidant en France ; (ii) au plan microéconomique à partir des comptes consolidés des grands groupes cotés au SBF 250. Il existe de nombreuses différences entre ces deux types de comptabilité, qui rendent particulièrement importante et intéressante cette double analyse (Commissariat général du Plan, 2002b ; du Tertre et Guy, 2009). Une première différence réside dans le périmètre géographique de l'activité des entreprises qui est retenu dans ces comptes. En comptabilité nationale, seules les entités résidant en France sont comptabilisées, mais leur comptabilisation est exhaustive. En revanche, les comptes consolidés regroupent les activités de l'ensemble des entités d'un groupe, quel que soit le pays d'installation de celles-ci. Une deuxième différence porte sur la valorisation des stocks qui est réalisée aux coûts historiques dans les comptes de groupes, par opposition à la comptabilisation en valeur de marché des comptes nationaux. Une troisième différence tient à la consolidation des comptes de groupes. Cette méthode tient à l'élimination des flux internes à un groupe – les flux de dividendes et d'intérêts en particulier. Ceci n'est pas le cas dans les comptes nationaux français – au contraire des « Flows of Funds » des États-Unis –, ce qui conduit à la surévaluation de certains postes et complique l'analyse. Chacun de ces principes comptables a ses inconvénients et ses avantages, dont nous essayons ici de tirer partie.

L'analyse des comptes de groupes permet de faire ressortir les traits stylisés du comportement stratégique des entreprises sous la pression directe des actionnaires. La comparaison avec les comptes nationaux permet ensuite de comprendre dans quelle mesure ces comportements touchent l'ensemble des entreprises. À l'inverse, l'un des apports des comptes nationaux est l'exhaustivité de la base de données, qui autorise à s'approcher au

plus près de la notion d'économie fermée et à analyser le rôle de la contrainte de réalisation des profits dans un contexte de forte exigence de rentabilité de la part des actionnaires.

Le déroulement de la présente recherche

Notre étude se décline en six chapitres (figure 1).

Dans le premier chapitre, nous procédons à une revue de la littérature portant sur les liens entre la stratégie de croissance des entreprises et le comportement des investisseurs. Pour ce faire, nous partons d'une description du modèle néo-classique dans lequel le mode de financement des entreprises ne joue aucun rôle (Modigliani et Miller, 1958), pour ensuite amender l'hypothèse d'information parfaite sur la base des travaux des auteurs nouveaux keynésiens (Stiglitz et Greenwald, 2005) et des auteurs de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Lorsque l'on postule l'existence d'une information imparfaite, compte tenu de l'existence de coûts d'agence et de la possibilité de rationnement du financement externe – émission d'actions et endettement –, le comportement des investisseurs peut amplifier les cycles d'investissement d'origine réelle. Nous montrons ensuite que lorsque l'on suppose qu'une incertitude radicale règne sur les anticipations de rendement de l'investissement des dirigeants comme des investisseurs, les décisions des agents se forment sur la base de conventions, c'est-à-dire d'un accord implicite entre agents qui est sujet à de soudains retournements. Les travaux de Kalecki (1954) qui s'inscrivent dans ce cadre, le conduisent à définir une frontière d'expansion pour les entreprises qui découle de la prise en compte de la perception du risque par l'ensemble des agents et en particulier par les créanciers. Nous décrivons enfin la possibilité de cycles financiers d'investissement à partir des travaux de Minsky (1986) et de Brossard (1998, 2001).

Le chapitre 2 analyse l'évolution sur longue période de la croissance interne dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé. Nous construisons un modèle structurel simple d'investissement à partir des travaux de Kalecki (1954) et Lavoie (1992). Nous montrons alors que lorsque les actionnaires exigent une rentabilité élevée de leurs titres, l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe des entreprises est nécessairement plus faible que dans le cadre d'un régime d'accumulation dans lequel l'objectif des entreprises porte au contraire sur la maximisation de leur propre croissance interne – le régime d'accumulation

fordiste. Nous analysons théoriquement et empiriquement la nécessité d'une consommation élevée des profits distribués en France pour surmonter la contradiction centrale du régime d'accumulation financiarisé tenant à la distribution d'une part importante du profit et au tarissement des débouchés qui en découle pour les entreprises.

Dans le chapitre 3, nous observons que dans ce contexte, l'importance des débouchés autres que la consommation des revenus financiers, tels que la demande des ménages – la question du partage de la valeur ajoutée et le rôle indirect de l'épargne des ménages –, ou encore la demande publique ou extérieure, revêt un rôle primordial. Nous montrons pourtant qu'en France, ces différents débouchés sont faibles au cours de la dernière décennie. Cette situation complique la réalisation des attentes de profits des entrepreneurs et exerce pour cette raison une pression baissière supplémentaire sur la croissance interne des entreprises, en sus des exigences des actionnaires.

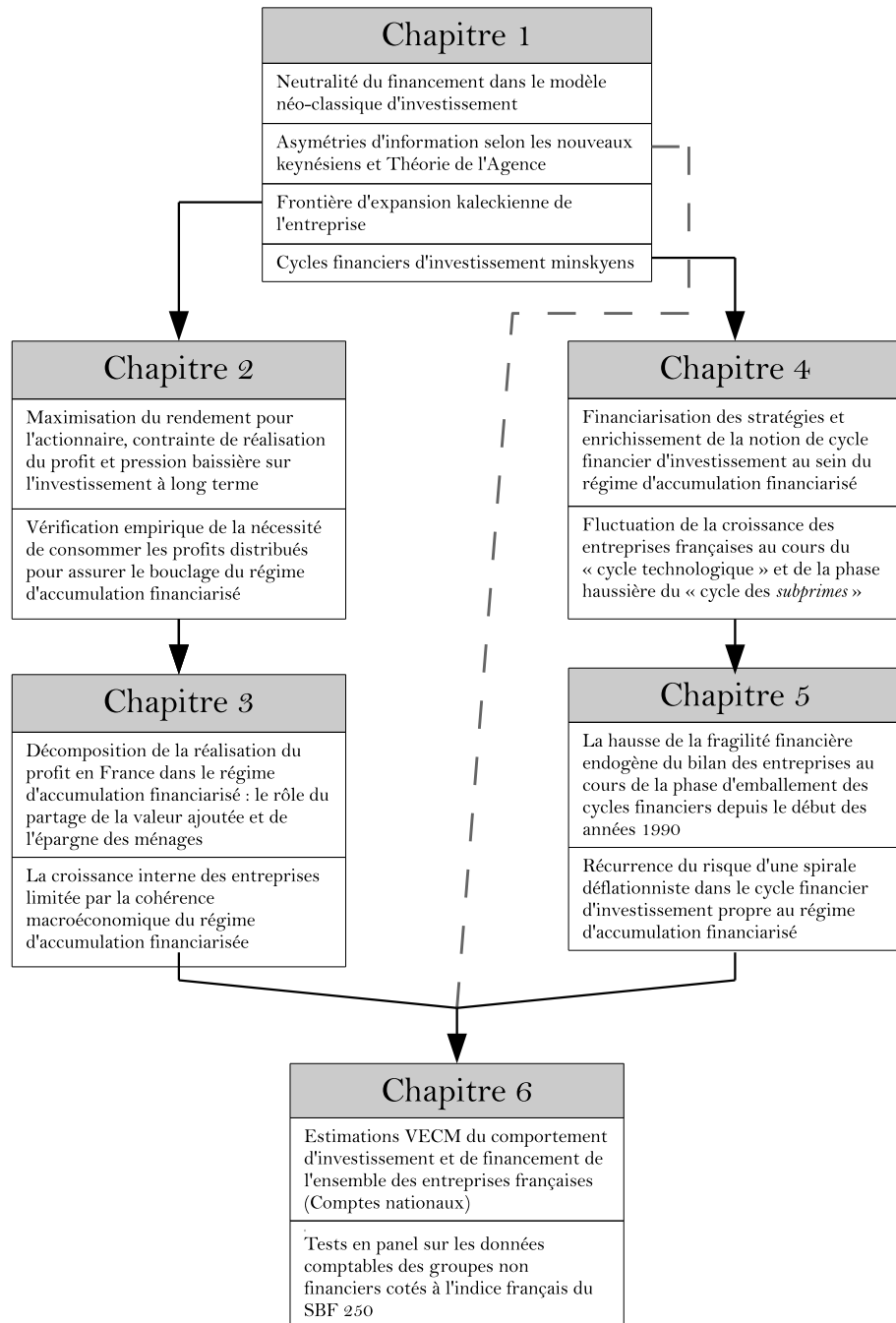
Le chapitre 4 présente la transformation de la stratégie industrielle des entreprises – i.e. la financiarisation de leur stratégie – et de leur stratégie de financement, transformation que les dirigeants opèrent dans le but de satisfaire les attentes de rendement des actionnaires. Le but de ce chapitre est d'enrichir le schéma minskyen des cycles financiers d'investissement à partir de cette évolution stratégique. C'est sur cette base que nous décrivons les fluctuations de la croissance interne et externe des entreprises durant la période où la finance de marché domine.

Le chapitre 5 étudie le développement de la fragilité financière des entreprises françaises au cours de chaque phase d'emballement du cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé. Nous montrons comment le retournement endogène des marchés financiers au plus haut de la phase d'emballement conduit à la révélation du surendettement des entreprises, jusqu'alors invisible aux yeux des investisseurs. Par ailleurs, nous introduisons la notion de risque de système pour expliquer le retournement endogène des anticipations sur les marchés financiers au cours des deux derniers cycles financiers, à savoir le cycle des « valeurs technologiques » (1996-2003) et le cycle des *subprimes* (2004-2007 pour la phase haussière).

Enfin, le chapitre 6 contient des estimations économétriques d'un certain nombre de mécanismes que nous décrivons au cours des chapitres qui précèdent. Nous testons plusieurs hypothèses liées à l'existence d'un cycle financier d'investissement propre au régime

d'accumulation financiarisé, ainsi que la dimension dépressive de ce régime. Pour spécifier les équations de comportement que nous testons, nous partons d'un modèle post-keynésien de type « stock-flux cohérent » (Godley et Lavoie, 2001-02). Dans un premier temps, nous procédons à l'estimation d'équations de comportement d'investissement et de financement pour l'ensemble des entreprises implantées en France. Pour ce faire, nous avons recours à des modèles vectoriels à correction d'erreur (VECM), sur données de comptabilité nationale de 1978 à 2008. Dans un deuxième temps, nous avons recours à l'estimateur GMM en différences premières sur données de panel dynamique afin d'étudier le comportement des grands groupes cotés français au cours de la période 1990-2008.

FIGURE 1 – Articulation logique de la thèse



CHAPITRE 1

Investissement et contraintes financières : une revue

Introduction

L'objet de ce premier chapitre est de dresser un tableau des différents travaux permettant de comprendre comment les économistes expliquent la dépendance de l'investissement productif des entreprises par rapport aux comportements des banques et des investisseurs sur les marchés financiers – et réciproquement. Cette revue de la littérature nous permettra de cerner les différents enseignements théoriques qui guident par la suite notre étude des stratégies d'investissement et de financement de l'activité des entreprises françaises à partir des années 1980.

Dans une première section, nous décrivons le modèle néo-classique de l'investissement. Dans ce modèle, le but des entrepreneurs est de maximiser la valeur de l'entreprise sur l'ensemble de sa durée de vie. Sous l'hypothèse de l'information parfaite susceptible de

régner sur les marchés financiers, la valeur de l'entreprise est indépendante de la structure de financement de l'entreprise (Modigliani et Miller, 1958). Le seul lien qui unit la sphère financière et l'investissement tient au niveau du taux d'intérêt, qui dépend quant à lui de l'équilibre épargne-investissement. Selon Brainard et Tobin (1968), les marchés boursiers donnent en revanche un signal aux entrepreneurs concernant le rendement marginal de l'investissement. Dans la mesure où les investisseurs ont toute l'information nécessaire pour évaluer la valeur réelle de l'entreprise, il n'y a aucun risque de sur ou sous-évaluation des actions. Le comportement des investisseurs contribue en revanche à l'information des dirigeants d'entreprise et améliore le processus décisionnel de ces derniers.

Comme nous le montrons dans une deuxième section, plusieurs écoles théoriques parviennent à décrire l'existence d'une contrainte financière pesant sur l'investissement en opérant une critique interne au modèle néo-classique. Pour ce faire, elles remettent en cause le postulat d'information parfaite. Nous présentons ici les travaux de deux de ces écoles : (i) la théorie de l'agence et (ii) la nouvelle économie keynésienne. Ils introduisent une forme d'incertitude dans le modèle et étudient la possibilité que l'existence d'asymétries d'information entre investisseurs et agents soit à l'origine d'un coût élevé du financement externe et, par suite, d'une contrainte sur l'investissement.

Grâce à cette première rupture majeure, les auteurs de la théorie de l'agence peuvent étudier les conséquences sur le comportement d'investissement de l'existence d'asymétries d'information, d'une part, entre les dirigeants et les investisseurs et, d'autre part, entre les différentes catégories d'investisseurs – créanciers et actionnaires. À travers une analyse en termes de gouvernance d'entreprise, ces auteurs montrent que les entreprises sont confrontées à l'existence de coûts d'agence qui accompagnent le financement par endettement ou émission d'actions – financement externe (Jensen et Meckling, 1976). Ces auteurs ne remettent pas en cause l'efficacité des marchés financiers que des contrats doivent permettre d'atteindre. L'importance du coût du financement externe tient à l'établissement de contrats dont le but est de limiter la possibilité qu'un agent à qui l'investisseur délègue une partie de son pouvoir agisse dans son propre intérêt et ce, au détriment de l'investisseur.

Les auteurs de la « nouvelle économie keynésienne » (Beaud et Dostaler, 1993) – ou « nouveaux keynésiens » – opèrent quant à eux une deuxième rupture majeure en sus de

la première rupture évoquée ci-dessus. Ils séparent explicitement sphère réelle et sphère financière et montrent comment le comportement même des agents de la sphère financière – marchés financiers et banques – et leur évolution dans un univers incertain peuvent engendrer une contrainte sur la sphère réelle. Selon ces auteurs, il existe en effet une possibilité de rationnement du financement externe du fait du manque d'information des investisseurs (Stiglitz et Greenwald, 2005).

Ces différentes théories permettent d'expliquer en quoi le comportement des investisseurs peut amplifier et propager les cycles d'investissement d'origine réelle. Il existe une littérature relativement abondante sur l'estimation de fonctions d'investissement dans ce cadre d'information imparfaite. Les stratégies d'estimation font d'ailleurs l'objet d'une controverse parmi les auteurs concernés, que nous présentons brièvement (Kaplan et Zingales, 2000).

Dans notre optique, seules les analyses keynésienne et post-keynésienne parviennent à prendre la dimension des contraintes de financement qui pèsent sur l'investissement. Les mécanismes décrits par la théorie de l'agence et par les auteurs nouveaux keynésiens ne permettent pas d'expliquer en quoi le comportement des investisseurs peut (i) affecter les stratégies d'investissement à long terme ; et (ii) être à l'origine des cycles d'investissement (Brossard, 1998, 2001). Une ultime rupture théorique en matière d'analyse du comportement d'investissement et permettant de dépasser ces limites, tient à un raisonnement en termes monétaires ainsi qu'à l'introduction des notions d'incertitude radicale (Knight, 1921 ; Keynes, 1936) et de conventions établies entre les agents lorsque l'incertitude sévit (Orléan, 1999). Pour le montrer, nous évoquons successivement les points de vue de Keynes (1936) et de Kalecki (1954) dans la section 4, puis de Minsky (1986) dans la section 5. Nous réinterprétons les résultats de ce dernier en particulier à partir des travaux de Brossard (1998, 2001).

1 L'investissement des entreprises en information parfaite

Dans cette première section, nous revenons succinctement sur le modèle d'investissement dans le cadre néo-classique (1.1), pour introduire ensuite la notion de fonction

d'investissement de type accélérateur de demande-coût des facteurs de Jorgenson (1963). Dans ce cadre de raisonnement, les travaux de Modigliani et Miller (1958) montrent que le mode de financement n'a pas d'impact sur la stratégie de financement de l'entreprise (1.2). La théorie du q de Tobin demeure conforme à cette conclusion (1.3). Il convient de noter que les estimations récentes de fonctions d'investissement de type néo-classique – accélérateur de demande-coût des facteurs – sont assez peu répandues dans le cas de la France. Pour tenter d'évaluer brièvement la portée des enseignements néo-classiques, nous proposons toutefois une présentation succincte de différents travaux portant sur l'évaluation des déterminants standards de l'investissement (1.4).

1.1 L'accélérateur de demande - prix relatif des facteurs

Dans le modèle néo-classique, les entrepreneurs fixent leur niveau de production sur la base d'une fonction de production à facteurs substituables, travail L et capital K . Ces fonctions de production sont croissantes et à rendements factoriels décroissants. Il existe une fonction de production spécifique à chaque branche, qui permet de choisir la technologie optimale en fonction du prix relatif des facteurs. Le cadre de raisonnement est intertemporel et l'information des agents parfaite, ce qui signifie que les entrepreneurs anticipent parfaitement les rendements à venir du stock de capital pour en fixer le niveau optimal.

Soit Q le produit total de l'entreprise. La fonction de production pour un secteur donné est telle que :

$$Q = F(K, L) \quad (1.1)$$

Avec L volume de travail et K stock de capital employé.

À chaque période t , l'investissement net I de l'entreprise est égal à la variation du stock de capital :

$$I_t = K_{t+1} - K_t \quad (1.2)$$

L'objectif de l'entreprise est de maximiser sa valeur V , que l'on définit comme la somme des recettes nettes futures de l'entreprise, actualisées par le coût d'opportunité du capital – i.e. le coût dû à l'immobilisation du capital¹. À chaque période, les recettes nettes sont

1. Ce coût est équivalent aux gains que les entrepreneurs peuvent réaliser en plaçant le même montant sous une autre forme, par exemple par le biais d'une acquisition de titres financiers (Brossard, 2001).

égales à la production totale diminuée de la masse des salaires et du coût d'acquisition des biens d'équipement (Collard, 2000 ; Villieu, 2007 ; Coen *et al.*, 2008) :

$$\text{Max}_{K_t, L_t} \left\{ V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{\prod_{h=0}^t (1 + i_h)} [p_t Q - w_t L - p_k I_t] \right\} \quad (1.3)$$

Avec i = taux d'intérêt nominal, p = prix de la production, p_k = prix des biens en capital, I = investissement, w = taux de salaire nominal, t = période.

Dans ce cadre, les entrepreneurs prennent leurs décisions d'investissement de façon à atteindre le stock de capital optimal qui maximise la valeur de l'entreprise. Une telle situation correspond à la condition de premier ordre du programme de maximisation de l'entreprise (expression 1.3), c'est-à-dire qu'elle se vérifie lorsque la valeur marginale de l'entreprise – sa dérivée – est nulle. Ceci est vrai lorsque la productivité marginale du capital est égale à :

$$\frac{\partial F}{\partial K_t} = \frac{[(1 + i_t)p_{k_{t-1}} - p_{k_t}]}{p_t} = \frac{c_t}{p_t} \quad (1.4)$$

Avec $\frac{c_t}{p_t}$ = coût réel du capital.

Le programme d'investissement de l'entreprise consiste de ce fait à maximiser le profit à chaque période t et à s'assurer pour ce faire que la productivité marginale du capital est égale à $\frac{c_t}{p_t}$. Tant que la productivité est inférieure à ce coût, l'entrepreneur investit et ce comportement revient à maximiser sous contrainte la valeur intertemporelle de l'entreprise.

L'une des premières fonctions d'investissement que des auteurs ont étudiée d'un point de vue économétrique est celle de Jorgenson (1963) puis Hall et Jorgenson (1967). Selon ces auteurs, leur spécification découle du modèle néo-classique exposé ci-dessus. Partant d'une fonction de production de type Cobb-Douglas, on pose :

$$Q_t = F(K_t, L_t) = AK_t^\alpha L_t^\beta \quad (1.5)$$

L'entreprise maximise son profit en regard de son stock de capital, à la condition que :

$$K_t = \alpha Y_t \left(\frac{c_t}{p_t} \right)^{-1} \quad (1.6)$$

Jorgenson en déduit que la fonction d'investissement de l'entreprise est telle que (Villieu, 2007 ; Collard, 2000 ; Coen *et al.*, 2008) :

$$I = f(\Delta Q_t, \frac{c_t}{p_t}) \quad (1.7)$$

Selon Villieu (2007), l'analyse de Jorgenson souffre toutefois de plusieurs problèmes de spécification. La principale critique porte sur le fait que la fonction d'investissement de Jorgenson ne tient pas compte du coût relatif des facteurs, mais uniquement du coût du capital. Pourtant, dans la théorie néo-classique, l'entrepreneur décide de la technologie optimale qui lui permet de maximiser le profit par la détermination simultanée du volume optimal de travail et de capital. Dans ce cadre, une fonction d'investissement doit tenir compte du coût relatif des facteurs. De ce fait, de nombreux modèles de croissance comme par exemple les modèles AMADEUS de l'INSEE et MOSAIQUE de l'OFCE (Collard, 2000), contiennent une fonction d'investissement telle que :

$$I = f(\Delta Y, \Delta \frac{w_t}{c_t}) \quad (1.8)$$

Avec ΔY = variation de la valeur ajoutée des entreprises pour tenir compte de la demande de bien des agents et $\Delta \frac{w_t}{c_t}$ = variation du coût relatif des facteurs.

1.2 Le théorème de Modigliani-Miller et la neutralité du mode de financement

Le cadre néo-classique de détermination de l'investissement ne laisse pas de place à une éventuelle contrainte financière pesant sur les entreprises. Les travaux de Modigliani et Miller (1958, 1963) confirment ce résultat.

Pour le montrer, les auteurs commencent par lever partiellement l'hypothèse de perfection de l'information, puisque selon eux, il règne une incertitude sur les anticipations de profit des entrepreneurs et il peut ne pas y avoir d'équivalence entre la maximisation de la valeur intertemporelle de l'entreprise et la maximisation du profit courant (Modigliani et Miller, 1958). Les auteurs partent du postulat que les dirigeants cherchent à maximiser la valeur de marché des actions émises. Dans ce cadre, lorsque le rendement d'un investissement supplémentaire permet d'accroître la valeur de marché de l'entreprise, cela signifie que ce rendement est inférieur au coût du capital et que l'entreprise doit par conséquent

investir. Les auteurs vérifient que lorsque l'information est parfaite sur les marchés financiers, les conditions de financement de l'investissement n'ont pas d'impact sur la valeur de marché de l'entreprise et par suite sur le montant de l'investissement.

Leur modèle tient compte de la possibilité pour une entreprise d'émettre des actions en complément de l'endettement, mais il conduit néanmoins à rejeter l'intérêt d'un recours à l'effet de levier pour accroître la valeur de marché de l'entreprise. L'effet de levier consiste à accroître le financement de l'investissement d'une entreprise sur la base d'un endettement au détriment d'un financement par émission d'actions, afin de peser à la hausse sur le taux rendement de l'actionnaire – défini comme le rapport entre le profit après paiement des charges d'intérêt et les fonds propres. En effet, grâce à cette structure de financement, l'actionnaire peut obtenir un même taux de rendement tout en apportant moins de fonds que dans le cas d'un financement intégral par actions².

Selon les auteurs, il est possible de distinguer les entreprises selon leur « classe de rendements » k . On définit une classe de rendement par l'obtention pour chaque entreprise j d'un même taux de rendement $Re_k = \frac{Pn_j}{p_{e_j}E_j + D_j}$, avec Pn profit net – profit avant paiement des charges d'intérêt³ –, $p_e E$ stock d'actions émises, p_e = le prix unitaire des titres, D le stock de dette et $p_{e_j}E_j + D =$ valeur de marché de l'entreprise.

Dans le cadre de marchés financiers parfaits, toute l'information nécessaire et pertinente est disponible et accessible aux investisseurs. Dans ce contexte, l'accroissement de la valeur de marché d'une entreprise suite à un ajustement du mode de financement est temporaire. En effet, la réaction des investisseurs sur les marchés boursiers modifie la valeur de marché de l'entreprise jusqu'au retour à l'équilibre, c'est-à-dire au moment où chaque entreprise appartenant à cette classe atteint de nouveau un même taux de rendement Re_k . On interprète ce taux comme le coût moyen du financement externe, puisqu'il rémunère la dette et les actions émises. Une modification de la structure de financement de l'entreprise a des conséquences pour le portefeuille de l'actionnaire individuel, mais n'en a aucune sur la valeur de marché de l'entreprise et par suite sur la détermination de l'investissement.

On peut résumer la démonstration des deux auteurs de la façon suivante. Le raison-

2. Voir l'annexe C.3.

3. On a donc $Pn = AUT + DIV + INT$, avec AUT = autofinancement, DIV = dividendes versés et INT = charges d'intérêt.

nement porte sur deux entreprises A et B de même classe k , dont les structures de financement diffèrent. Pour faciliter le raisonnement, on suppose dans un premier temps que les flux de revenus anticipés des entreprises – Profit net Pn – sont identiques. On a donc $Pn_a = Pn_b = Pn$.

L'entreprise A fait jouer l'effet de levier en finançant ses activités – i.e. ici son stock de capital fixe – à partir (i) d'un stock d'endettement D_a rémunéré à un taux d'intérêt i et (ii) d'un stock d'actions émises d'une valeur de marché $p_{e_a}E_a$, avec p_e valeur unitaire des actions. Si l'on suppose que les dirigeants reversent l'ensemble du profit aux actionnaires, la rentabilité ra_a de l'investissement pour un actionnaire qui possède une part α_a de l'entreprise A est la suivante :

$$ra_a = \frac{\alpha_a(Pn - i \cdot D_a)}{\alpha_a p_{e_a} E_a} \quad (1.9)$$

Avec $s_a = \alpha_a p_{e_a} E_a$ part du capital de A possédée par l'actionnaire et i taux d'intérêt nominal. L'entreprise B finance de son côté ses propres activités uniquement à partir d'actions émises, dont la valeur de marché est $p_{e_b}E_b$. Par hypothèse, on a $p_{e_a}E_a + D_a > p_{e_b}E_b$. Un actionnaire de l'entreprise A a intérêt à revendre ses actions pour les réinvestir dans l'entreprise B, en plus d'un montant supplémentaire financé par endettement. Cet actionnaire peut reproduire la structure d'endettement de la firme A, faisant jouer l'effet de levier à son niveau. Son endettement personnel d est alors tel que :

$$d = \alpha_a p_{e_a} E_a \cdot \frac{D_a}{p_{e_a} E_a} = \alpha_a D_a \quad (1.10)$$

Et son investissement total s_b dans le capital de B se définit de la façon suivante :

$$s_b = \alpha_a p_{e_a} E_a + \frac{D_a}{p_{e_a} E_a} \cdot \alpha_a p_{e_a} E_a = \alpha_a (p_{e_a} E_a + D_a) \quad (1.11)$$

L'actionnaire possède une part α_b du capital de B :

$$\alpha_b = \alpha_a \frac{p_{e_a} E_a + D_a}{p_{e_b} E_b} \quad (1.12)$$

Pour finir, l'actionnaire de A ayant ainsi redéployé son portefeuille d'actif obtient, à travers son investissement dans B, la rentabilité ra_b suivante :

$$ra_b = \frac{\alpha_a \frac{(p_{e_a} E_a + D_a)}{p_{e_b} E_b} \cdot Pn - \alpha_a i D_a}{\alpha_a p_{e_a} E_a} = \frac{\frac{p_{e_a} E_a + D_a}{p_{e_b} E_b} \cdot Pn - i D_a}{p_{e_a} E_a} \quad (1.13)$$

Avec $\alpha iD_a =$ charges d'intérêt dont l'actionnaire doit s'acquitter sur sa propre dette.

Si l'on compare la rentabilité ra_a de la détention d'action de A et la rentabilité ra_b de la détention d'action de B sur la base d'un endettement complémentaire, ce dernier investissement est plus rentable que le premier. En effet, puisque, $peE_a + D_a > peE_b$, on a :

$$\frac{\frac{pe_a E_a + D_a}{pe_b E_b} \cdot Pn - iD_a}{pe_a E_a} > \frac{Pn - iD_a}{pe_a E_a} \Leftrightarrow ra_b > ra_a \quad (1.14)$$

Dans ce contexte, on observe bien qu'il est rationnel pour chaque actionnaire de A de revendre ses actions et d'investir dans B sur la base de ses propres fonds et d'un endettement supplémentaire. Selon Modigliani et Miller (1958), ceci a un effet immédiat sur la valeur de marché des fonds propres des deux entreprises : $pe_a E_a$ se dévalorise et $pe_b E_b$ au contraire gagne en valeur. À l'équilibre, la valeur de marché de chacune des deux entreprises est équivalente – c'est-à-dire que $\frac{pe_a E_a + D_a}{pe_b E_b} = 1$ – et plus aucun investisseur n'a intérêt à modifier la structure de son portefeuille de titres.

Si l'on considère par ailleurs que $Pn_b \neq Pn_a$, l'équilibre $ra_b = ra_a$ est atteint lorsque $\frac{pe_a E_a + D_a}{pe_b E_b} \cdot Pn_b = Pn_a$ si l'on reprend l'inéquation (1.14), c'est-à-dire si $\frac{Pn_a}{pe_a E_a + D_a} = \frac{Pn_b}{pe_b E_b}$. De ce fait, à l'équilibre, le rendement des entreprises d'une même classe est de nouveau identique⁴, avec :

$$\frac{Pn}{pe_a E_a + D_a} = \frac{Pn}{pe_b E_b} = Re_k \Leftrightarrow \begin{cases} pe_a E_a + D_a = \frac{Pn_a}{Re_k} \\ pe_b E_b = \frac{Pn_b}{Re_k} \end{cases} \quad (1.15)$$

On déduit de ce raisonnement que le coût moyen du capital Re_k ne dépend pas de la structure de financement des activités de l'entreprise. Il est indépendant du levier financier auquel l'entreprise a recours et la valeur de marché de l'entreprise j dépend uniquement du profit anticipé Pn_j et du taux de rendement Re_k attendu de la classe k à laquelle elle appartient. Puisque l'entrepreneur a pour objectif la maximisation de la valeur de l'entreprise, la structure de financement n'a pas d'impact sur l'investissement. Quel que soit le niveau de production souhaité, l'entreprise ne connaît aucune contrainte de financement, puisque, d'un côté l'information des marchés financiers est parfaite et que, d'un autre côté,

4. Dans le cas opposé où $pe_b E_b > pe_a E_a + D_a$, on peut montrer que les actionnaires de B ont intérêt à revendre leurs actions, pour investir une partie de leur capital dans A et à placer le reste sous forme d'obligations, déconstruisant ainsi l'effet de levier. Ce faisant, les comportements rationnels des investisseurs conduisent à une dévalorisation de $pe_b E_b$ et à une revalorisation de $pe_a E_a$, là encore jusqu'au retour à l'équilibre – l'égalité entre les taux de rendement Re des entreprises.

le choix entre dette et émission d'actions n'affecte pas la valeur de la firme, dont la maximisation conduit à fixer le stock de capital optimal.

1.3 La théorie du q de Tobin et la confirmation de la neutralité du mode de financement

Les conclusions de Modigliani et Miller (1958) sont conformes aux enseignements du modèle standard dans lequel la sphère financière ne peut exercer aucune contrainte sur le comportement d'investissement des dirigeants d'entreprise. Il n'en reste pas moins que les marchés boursiers jouent un rôle crucial dans le processus décisionnel des dirigeants sous l'hypothèse d'information parfaite. Tout en restant dans le cadre néo-classique, Brainard et Tobin (1968) et Tobin (1969) montrent en effet que ces marchés sont utiles à la détermination de l'investissement parce qu'ils permettent une évaluation pertinente de sa rentabilité future. Comme dans les travaux de Modigliani et Miller (1958), les anticipations de profit des dirigeants sont incertaines et ces derniers fondent leurs décisions stratégiques sur l'évaluation par les marchés financiers des profits futurs actualisés de l'entreprise. On définit le ratio $q = \frac{p_e E}{p_k K}$ qui rapporte la valeur de marché des actions émises et le stock de capital à son coût de remplacement – c'est-à-dire réévalué au prix actuel d'une unité de bien en capital – (Smith, 2008). Selon ce modèle, lorsque $q > 1$, l'évaluation des actifs fixes des entreprises sur les marchés financiers est supérieure à leur coût de remplacement. Les enchaînements que décrivent Brainard et Tobin (1968) ; Tobin (1969) supposent que les investisseurs perçoivent les marchés financiers comme le lieu de l'évaluation des actifs physiques possédés par l'entreprise, en d'autres termes un marché de revente de ces actifs. Si tel est le cas, lorsque $q > 1$, les entrepreneurs ont intérêt à acquérir de nouveaux biens en capital, plutôt que d'acquérir des actifs physiques appartenant à d'autres entreprises à travers l'acquisition d'actions déjà émises. Ces actifs sont en effet plus coûteux :

$$q = \frac{p_e E}{p_k K} > 1 \Leftrightarrow p_e E > p_k K \quad (1.16)$$

Si $q < 1$, à l'inverse, les entreprises renoncent à leurs projets d'investissement et privilégient l'acquisition d'actions émises par d'autres entreprises. Par analogie, ceci revient en effet à acquérir des actifs déjà existants à travers l'achat d'actifs financiers, mais à un coût moindre. L'équilibre de ce modèle est atteint lorsque $q = 1$. Selon Brainard et Tobin

(1968), un tel comportement est cohérent avec le mécanisme que décrit Keynes (1936) selon lequel la cotation journalière exercerait une influence décisive sur l'investissement courant.

Palley (2001) observe à partir des travaux de Hayashi (1982) que ce modèle demeure très proche du raisonnement néo-classique⁵. En effet, Hayashi (1982) parvient à désigner le coût de financement externe comme déterminant unique de l'investissement dans le modèle du q de Tobin.

On définit le coût du financement externe de l'entreprise comme dans le modèle de Modigliani et Miller (1958), en l'absence d'endettement :

$$c = \frac{\overline{Pn_t}}{p_e E} \quad (1.17)$$

Avec $\overline{Pn_t}$ = moyenne des profits anticipés pour la durée de vie de l'entreprise. Pour une entreprise n'ayant pas de dettes et par suite pas de charges d'intérêts et en supposant Pn constant, on a alors :

$$c = Re \quad (1.18)$$

En repartant du modèle de décision d'investissement selon le q de Tobin, on sait que l'entreprise investit si :

$$q > 1 \Leftrightarrow q - 1 > 0 \Leftrightarrow \frac{p_e E}{p_k K} - 1 > 0 \quad (1.19)$$

Soit :

$$q > 1 \Leftrightarrow \frac{p_e E}{K} - p_k > 0 \Leftrightarrow \frac{p_e E}{\overline{Pn_t}} \cdot \frac{\overline{Pn_t}}{K} - p_k > 0 \quad (1.20)$$

Avec p_k = prix d'une unité de bien en capital.

Hayashi (1982) suppose une équivalence entre le rendement moyen anticipé du capital $\overline{Pn_t}$ et son rendement marginal Rm . Pour ce faire, il pose l'hypothèse d'entreprises « preneuses de prix » et de rendements d'échelle constants. Lorsque $q > 1$, l'entreprise investit dans des actifs physiques, car dans ce cas, la productivité marginale est supérieure au coût du capital sur la période, soit $p_k Re$. On a en effet :

$$q > 1 \Leftrightarrow \frac{Rm}{Re} - p_k > 0 \Leftrightarrow Rm > p_k Re \quad (1.21)$$

5. Palley (2001) décrit par ailleurs plusieurs interprétations possibles du ratio q de Tobin, qui ne sont pas nécessairement conformes au cadre standard.

Le stock optimal de capital de l'entreprise dépend de ce fait du prix d'une unité de bien en capital et du taux de rendement anticipé de l'entreprise avant investissement. Les actionnaires transmettent ainsi leur désir de capital fixe à travers leur estimation rationnelle de la valeur fondamentale de l'entreprise et déterminent le prix unitaire des actions p_e (Palley, 2001). Les entrepreneurs constatent ce prix et adaptent en conséquence leur stock de capital. À l'équilibre, on a alors :

$$q = 1 \Leftrightarrow p_k Re = Rm \quad (1.22)$$

Par définition, la productivité marginale du capital est égale au rendement marginal du capital pondéré par le prix des biens en capital :

$$p_k F'_K = Rm$$

On retrouve la condition d'équilibre sur la productivité marginale du capital que l'on a déterminée à partir des travaux de Modigliani et Miller (1958) et sur laquelle la structure de financement n'a par ailleurs pas d'impact :

$$q = 1 \Leftrightarrow p_k Re = p_k F'_K \Leftrightarrow F'_K = Re \quad (1.23)$$

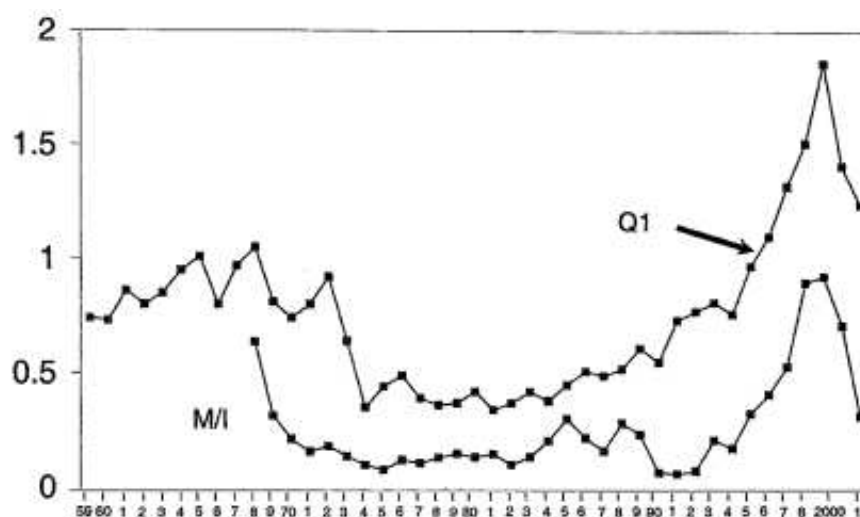
L'une des difficultés afférentes au q de Tobin réside dans son évaluation empirique, avec en particulier, la question du choix entre le q moyen (équation (1.16)) et le q marginal. Ce dernier est plus proche de la théorie néo-classique (passage de (1.21) à (1.23)), mais il est plus complexe à évaluer.

Une autre source de difficultés provient de l'interprétation de ce ratio. En effet, selon Medlen (2003), puisqu'un q de Tobin supérieur à l'unité doit indiquer aux entrepreneurs une opportunité d'investissement productif rentable, cela signifie *a contrario* que le rapport entre les titres financiers acquis et l'investissement productif doit régresser parallèlement à une élévation de l'acquisition de titres. Ces titres financiers représentent en effet la valeur des actifs physiques que les entreprises ont acquis précédemment. La hausse du prix de ces titres indique que le coût des actifs physiques anciennement acquis s'élève relativement à celui des nouveaux actifs.

En d'autres termes, les opérations de fusion-acquisition (F&A) sont censées se ralentir en période d'accélération des prix sur les marchés boursiers. L'actualité récente en la

matière invalide pourtant cette hypothèse. On observe en effet sur le graphique 2 issu de Medlen (2003) une très forte corrélation entre le q de Tobin des entreprises américaines et le ratio rapportant la valeur des F&A aux investissements hors immobilier. Cette corrélation est particulièrement forte lorsque la bulle boursière sur les valeurs technologiques prend place à la fin des années 1990. Ces faits contredisent l'idée que la croissance externe ralentit par rapport à la croissance interne durant les périodes de booms financiers.

FIGURE 2 – q de Tobin et Fusions-Acquisitions dans l'industrie aux USA de 1959 à 2001



Source : Medlen (2003), p. 696.

Note : Q1 représente le q de Tobin et M/I le ratio des dépenses en opération de fusions-acquisitions et de l'investissement productif des entreprises considérées.

Par ailleurs, il convient d'interpréter la théorie du q de Tobin comme une théorie non financière, dans le sens où le seul rôle du marché financier consiste à donner un signal aux entrepreneurs leur permettant de prendre leurs décisions d'investissement, que ce signal soit parfaitement interprété – retour à $q=1$ – ou non. La structure de financement de l'entreprise en tant que tel n'apparaît pas dans ce modèle comme une contrainte pour l'entreprise (Brossard, 1998 ; Wray et Tymoigne, 2008). De ce point de vue, le cadre demeure néo-classique : une fois la décision d'investissement prise sur la base du coût du capital – que les anticipations de profits soient certaines ou non –, celle-ci est automatiquement financée.

1.4 Estimations de fonctions d'investissement standard et q de Tobin

Les éléments théoriques décrits ci-dessus sont relativement peu utilisés par les auteurs souhaitant procéder à une estimation de la fonction d'investissement des entreprises. Nous proposons ici une présentation de différents travaux contenant des estimations de fonctions d'investissement standard pour la France. Cette courte revue montre que les auteurs se heurtent souvent à la question du coût relatif des facteurs et, plus précisément, à la question du coût du capital dont le rôle est rarement significatif dans ces estimations.

Kopcke et Brauman (2001) testent par exemple l'investissement sur données de comptabilité nationale pour les Etats-Unis à partir de régressions en moindres carrés ordinaires. Ils montrent que le modèle néo-classique d'accélérateur de demande augmenté d'éléments permettant d'évaluer le coût du capital – le taux d'intérêt et le prix des biens en capital par exemple – n'explique que 11% des dépenses de capital fixe, en régression sur la période 1960-90. Une spécification alternative, dans laquelle les variables sont log-linéarisées, explique 51% des dépenses effectives pour la même période. Dans cette même étude, les auteurs testent un modèle de q de Tobin mais ce modèle n'explique quant à lui que 34% de ces dépenses. Toutefois, cette estimation intègre un q de Tobin moyen, ce qui selon les auteurs pose problème, dans le sens où ce ratio minimise la demande nouvelle de bien en capital. Sur longue période, le q de Tobin explique relativement bien la tendance de l'investissement, ce qui n'est pas du tout le cas de ses fluctuations.

Dans le même ordre d'idée, Ashworth et Davis (2001) puis Byrne et Davis (2005) testent pour les pays du G7 des spécifications d'investissement intégrant la demande – le PIB – et le q de Tobin, pour la période allant du dernier trimestre 1969 au dernier trimestre 1996. Ils réalisent à la fois des estimations propres à chaque pays et des estimations sous forme de panel dynamique. Pour ce qui est de l'accélérateur de demande, Byrne et Davis (2005) observent un lien significatif entre la croissance de la production et le stock de capital. Ils ne parviennent en revanche à établir aucun lien significatif entre ce même stock et le coût du capital. Le q de Tobin est quant à lui positif et significatif pour l'ensemble des pays. L'introduction de variables mesurant la volatilité de certains indicateurs financiers – tels que certains taux de change, ou encore des taux d'intérêt – et dont le but est de tester l'existence d'une incertitude sur les marchés financiers, ne modifie pas fondamentalement les résultats.

Herbet (2001) estime des modèles à correction d'erreur de façon à analyser les déterminants de l'investissement pour les principaux pays de l'OCDE, toujours sur données de comptabilité nationale et pour la période 1980-2000. L'auteur montre que dès le début des années 1990, le rôle de l'accélérateur de demande – testé à travers la croissance de la valeur ajoutée des entreprises – se réduit en tendance. Par ailleurs, il ne parvient pas à obtenir un modèle robuste d'investissement basé sur une mesure du coût du capital⁶, les résultats obtenus n'étant pas significatifs. Enfin, il détermine un q de Tobin marginal qui tient compte des anticipations de rendement supposées. Toutefois le résultat graphique semble peu concluant quant à la corrélation avec le taux d'accumulation et, de ce fait, aucune estimation économétrique incluant ce ratio n'est testée.

Enfin, Bardaji *et al.* (2006) évaluent les déterminants de l'investissement au cours des phases de hausse et de baisse des cycles d'investissement. Leurs résultats montrent qu'en France tout comme dans la zone euro, l'accélérateur de demande explique l'essentiel de l'évolution de l'investissement. La contribution du coût relatif des facteurs – le rapport entre le coût du travail et le prix des biens en capital pondéré par le taux d'intérêt et augmenté du taux de dépréciation du capital – est par ailleurs très faible, en France comme dans la zone euro. En revanche, la contribution du q de Tobin est comme attendu, légèrement positive en phase de hausse de l'investissement et négative en phase de baisse. En effet, dans la logique de la théorie du q de Tobin, à mesure que l'investissement s'envole, les actionnaires accroissent leur estimation de la valeur des titres, ce qui constitue une nouvelle incitation à investir pour les entreprises.

La littérature économétrique est donc peu concluante quant à la portée des enseignements néo-classiques sur la détermination de l'investissement. Comme nous l'observons plus loin, ceci explique que la plupart des travaux économétriques récents portant sur l'investissement des entreprises délaissent ces modèles au profit de spécifications tenant compte de la notion d'asymétrie d'information qu'il convient maintenant de présenter.

6. Dans cette étude, le coût du capital tient compte du prix des biens en capital, des anticipations d'inflation, du taux de dépréciation du capital et du taux d'intérêt obligataire.

2 Asymétries d'information et coût du capital

La sphère financière n'exerce aucun rôle sur la détermination de l'investissement dans le modèle néo-classique. Un certain nombre d'auteurs ont remis en cause cette analyse en réalisant une critique interne de ce modèle à travers la remise en cause du postulat d'information parfaite. Selon ces auteurs en effet, l'introduction d'asymétries d'information permet de mieux appréhender les liens entre le comportement des investisseurs et les décisions d'investissement des entreprises. Comme nous le montrons dans cette section, lorsque l'information des investisseurs sur les marchés financiers est imparfaite, les entreprises peuvent être confrontées à deux types de problèmes limitant les possibilités de financement externe de l'investissement et exerçant de ce fait une contrainte sur l'investissement.

En premier lieu, les théoriciens de l'Agence, dont les travaux peuvent être intégrés à la Nouvelle Économie Institutionnelle dans une définition large (Chavance, 2007), s'intéressent aux problèmes de gouvernance qui se posent lorsqu'une catégorie d'agents délègue une partie de son pouvoir à une autre catégorie d'agents. Au sein de l'entreprise, un conflit de ce type entre dirigeants et actionnaires peut être à l'origine de coûts d'agence accroissant le coût du financement externe (2.1). En second lieu, les nouveaux keynésiens montrent que dans un univers incertain, les investisseurs peuvent décider de rationner leur offre de capital (2.2). Ces contraintes qui pèsent sur le financement externe sont à l'origine d'une amplification des cycles d'investissement (Bernanke et Gertler, 1990 ; Hellmann et Stiglitz, 2000). Pour appuyer nos propos, nous décrivons dans une dernière sous-section un certain nombre de travaux économétriques portant sur la détermination de l'investissement dans un cadre d'information imparfaite. Nous observons que les auteurs souhaitant tester l'importance des coûts d'agence ou celle du rationnement du financement externe, confèrent dans leur ensemble une place centrale à l'autofinancement. La distinction entre le rôle de chacune de ces deux notions est cependant peu évidente dans les travaux empiriques. Ces travaux, très répandus dans la littérature contemporaine, font toutefois l'objet d'une controverse quant à la méthode d'estimation qu'ils mobilisent (2.3).

2.1 Les relations d'agence à l'origine de contraintes pesant sur l'investissement

Lorsque l'on postule l'imperfection de l'information sur les marchés boursiers, la première difficulté qui apparaît, tient aux relations entre d'un côté, les actionnaires qui apportent leur épargne et, de l'autre, les dirigeants qui recherchent des fonds pour financer leurs projets d'investissement. Cette difficulté tient au fait (i) que les intérêts des dirigeants et des investisseurs divergent et (ii) qu'il existe des asymétries d'information entre ces deux catégories d'agents qui expliquent que les investisseurs n'ont aucun moyen de connaître les intentions réelles des entrepreneurs. Ceci conduit à des conflits d'agence selon Jensen et Meckling (1976). Il s'agit de toute situation où un agent (le « principal ») attend un service de la part d'un autre (l'« agent » au sens strict), on parle de « relation d'agence ». Dans ce cadre, il est possible que l'« agent » agisse dans son propre intérêt et non dans l'intérêt unique du « principal ».

L'objectif des actionnaires est de maximiser leur propre rendement, qui dépend des dividendes et des plus-values qu'ils obtiennent. L'intérêt d'un entrepreneur n'est pas de maximiser la valeur de l'entreprise, ce qui coïnciderait avec l'intérêt des investisseurs. Il est au contraire de maximiser sa propre fonction d'utilité, qui dépend de son revenu personnel ou encore des montants engagés par l'entreprise dans les projets de croissance. Dans ce dernier cas, le but de l'entrepreneur est de montrer sa capacité à gérer d'importants projets – par exemple dans l'espoir d'être embauché par une plus grande entreprise. Le conflit d'agence repose de ce fait sur la séparation entre propriété et pouvoir que mettent en évidence Berle et Means (1932) dans le cadre d'une étude sur le développement des grandes entreprises au début du XX^e siècle⁷.

Dans ce cadre et selon Jensen et Meckling (1976) ou Fama (1980), les coûts d'agence sont les coûts qu'engendre la mise au point de contrats financiers particuliers destinés à pallier les divergences d'intérêt entre principal et agent. Ces contrats ont pour but une gestion de l'entreprise orientée dans l'intérêt unique des actionnaires, de façon à tenir compte du service que ces derniers rendent en fournissant des fonds (Aglietta et Rebérioux,

7. Les observations de Berle et Means (1932) sont conformes à la théorie positive de l'agence. En revanche, ces auteurs s'opposent à la vision normative de cette théorie selon Aglietta et Rebérioux (2004a). En effet, selon Berle et Means, le fait selon lequel le pouvoir de la firme est concentré dans les mains des seuls dirigeants, conduit à favoriser une méthode de gouvernance au service de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes.

2004a). Jensen et Meckling (1976) dénombrent trois types de coûts : (i) les dépenses de surveillance ou de contrôle – *monitoring* –, dont le but est de limiter les actions inutiles et contraires à la maximisation de la valeur de la richesse des actionnaires ; (ii) des dépenses de contrainte ou d'obligation – *bonding* – pour inciter les dirigeants à dépenser à bon escient les fonds mis à leur disposition ; (iii) des dépenses dites de pertes résiduelles qui trouvent leur origine dans d'éventuelles décisions prises par les dirigeants et non optimales du point de vue des actionnaires et ce, en dépit des dépenses de surveillance et de contrainte.

Il convient de noter que l'existence d'une relation d'agence ne se réduit pas aux conflits potentiels entre actionnaires et dirigeants. En effet, dès lors que l'entreprise finance ses activités sur la base d'un endettement, de nouvelles relations de type « principal-agent » s'établissent entre les actionnaires – représentés par les dirigeants (Charreaux, 2000) – et les créanciers. Il en découle trois risques et donc trois coûts pour le créancier : (i) un risque de substitution d'actifs : les dirigeants peuvent se réserver la possibilité d'investir dans un projet autre que celui qu'ils annoncent aux créanciers, mais qui mobilise une quantité moindre de fonds en provenance des actionnaires, pour faire jouer l'effet de levier et favoriser la rentabilité du placement de ces derniers (Jensen et Meckling, 1976) ; (ii) pour se prémunir de ce type de risque, les créanciers engagent des coûts de *monitoring* : les créanciers ont recours à des intermédiaires financiers – agences de notation – de façon à obtenir des informations supplémentaires sur l'entreprise ; (iii) à cela s'ajoutent des coûts de faillite ou de réorganisation : en cas de faillite imminente, les actionnaires peuvent inciter les dirigeants à leur reverser un maximum de liquidité, ce qui limite la possibilité pour les créanciers de récupérer leurs fonds. Si l'entreprise n'est pas liquidée, il y a des coûts de réorganisation.

Les coûts d'agence ont d'importantes conséquences macroéconomiques. En effet, l'existence de ces risques confère aux contraintes financières un rôle procyclique. Dans le cas de la relation d'agence entre créanciers et actionnaires, d'éventuelles difficultés des entreprises à payer leurs charges d'intérêt en période de ralentissement de l'investissement amplifient les coûts d'agence. Ces coûts se reportent sur le prix d'offre du capital des investisseurs et conduisent à une compression plus forte encore de l'investissement (Bernanke et Gertler, 1989, 1990). L'enchaînement s'inverse en période d'envolée de l'investissement, ce mécanisme étant connu sous le terme de canal large du crédit, ou canal financier.

2.2 Les asymétries d'information et le rationnement du financement de l'investissement par crédit

Les auteurs nouveaux keynésiens proposent une nouvelle rupture vis-à-vis de la théorie néo-classique. Ils proposent une analyse macroéconomique des conséquences de l'existence d'asymétries d'information sur le comportement d'investissement des dirigeants d'entreprise en séparant explicitement la sphère réelle et la sphère financière. Ces auteurs montrent que lorsque les investisseurs et les entreprises sont confrontés à des asymétries d'information, il existe une possibilité de rationnement du financement externe. Compte tenu de cette possibilité, le mode de financement exerce une contrainte sur le montant de l'investissement. Pour le montrer, nous étudions successivement les questions (i) du rationnement du crédit (2.2.1), (ii) du rationnement du financement par actions (2.2.2) et (iii) l'existence d'une hiérarchie dans le financement de l'entreprise du fait de la possibilité d'un choix que les dirigeants effectuent entre les deux catégories de financement externe et des possibilités de rationnement dans chaque cas (2.2.3).

2.2.1 Évaluation du risque par les banques et rationnement du crédit

Dans un article fondateur, Stiglitz et Weiss (1981) introduisent la notion de rationnement du crédit. Selon eux, la probabilité que la qualité du projet à financer soit faible est une première source d'asymétrie, puisque les banques ne peuvent pas parfaitement connaître cette probabilité. Dès lors, elles peuvent être conduites à limiter les crédits qu'elles accordent aux entreprises.

Les banques peuvent anticiper deux risques en cas d'élévation du taux d'intérêt : (i) le risque de sélection adverse et (ii) le risque d'aléa moral. Le risque de sélection adverse tient à la possibilité de financer des projets d'investissements plus rentables mais beaucoup plus risqués – dont la probabilité d'échec est plus élevée – puisque les entreprises qui portent de tels projets sont capables de faire face à des charges d'intérêt plus élevées (sauf en cas d'échec). Le risque d'aléa moral porte sur la possibilité qu'avec une hausse des taux d'intérêt, certains dirigeants d'entreprise procurent de fausses informations aux banques quant à la qualité de leur projet pour obtenir un crédit. Par ailleurs, certaines entreprises prennent plus de risque pour proposer des projets qui soient aussi dans le même temps plus rentables.

En présence de tels risques, le rendement anticipé des crédits pour les banques, pondéré par la probabilité de défaillance, commence à se réduire à partir d'un certain niveau de taux d'intérêt. Lorsque le rendement marginal de l'offre de crédit est nul, les banques maximisent leur profit. Elles choisissent alors de maintenir la quantité de crédit offerte à ce niveau. Il peut exister des demandeurs insatisfaits dont les projets d'investissement ont des caractéristiques semblables à ceux d'autres entreprises ayant trouvé un financement. Les banques ne sont pourtant pas prêtes à augmenter leur taux d'intérêt (Hellmann et Stiglitz, 2000). Ce constat est vrai même si le coût du capital n'est pas trop élevé pour les entreprises, c'est-à-dire même s'il reste inférieur à la productivité marginale du capital. Selon Stiglitz et Greenwald (2005), au-delà de la question du prix du crédit, la quantité offerte par les banques a un impact important sur l'investissement. Dans le cadre néo-classique, une hausse des taux d'intérêt permettrait de satisfaire une partie des demandeurs, d'en dissuader une autre partie, puis de revenir à un équilibre entre offre et demande sans qu'il y ait de contrainte sur l'investissement.

Le rationnement du crédit par les banques explique comment le financement de l'entreprise peut amplifier le cycle d'investissement. Lorsque les banques doutent de plus en plus du rendement des projets, ainsi que de la capacité de l'entreprise à rembourser sa dette, le rationnement du crédit a pour conséquence de conduire les entreprises à restreindre leur investissement.

2.2.2 L'incertitude sur les rendements de l'investissement et le rationnement du financement par émission d'actions

Pour compléter le dessin des contraintes financières qui pèsent sur l'investissement, Greenwald *et al.* (1984) enrichissent les premiers travaux sur le rationnement du financement externe de l'investissement. Ils observent que les entreprises faisant l'objet d'un rationnement du crédit ont toujours la possibilité de financer leur projet d'investissement par émission d'actions. Par ailleurs, en période de forte incertitude sur leur rentabilité future, certaines entreprises dont les caractéristiques devraient favoriser leur accès au crédit sont parfois contraintes de réduire leur investissement. On peut expliquer cette situation à partir de problèmes informationnels qui affectent les marchés d'actions. Un tel constat conduit à introduire la possibilité du rationnement du capital sur ces marchés (Greenwald *et al.*, 1984).

Dans ce cadre, deux problèmes d'information se posent entre les actionnaires et les dirigeants lorsque les entreprises émettent des actions : (i) l'émission d'actions confère une grande liberté aux dirigeants quant à l'utilisation de la trésorerie, l'endettement ayant tendance au contraire à les discipliner en imposant une contrainte de fait sur la trésorerie ; (ii) elle indique aussi à l'ensemble des investisseurs que l'entreprise est soumise à des risques de faillite plus importants que ses concurrentes auxquelles les banques accordent des crédits. Ces deux problèmes informationnels peuvent conduire les investisseurs à réévaluer à la baisse la valeur boursière de l'entreprise en cas d'émission d'actions. Le coût effectif du capital, qui est égal au coût d'intérêt sur des actifs sans risque augmenté d'un *spread* pour tenir compte du risque de l'entreprise, s'élève lorsque les investisseurs ont des doutes sur la situation financière de l'entreprise.

Pour le montrer, Greenwald *et al.* (1984) construisent un modèle dans lequel les banques sont neutres vis-à-vis du risque et ne subissent pas d'asymétries d'information. Il existe en revanche des asymétries sur le marché boursier. Contrairement aux dirigeants, les actionnaires ne connaissent pas parfaitement le niveau exact de la trésorerie de l'entreprise, ni le rendement futur de l'investissement que l'entreprise souhaite financer. Dans ce cadre, on observe que lorsqu'une entreprise émet des actions, cela signifie que sa trésorerie – son autofinancement – est relativement peu élevée. Les investisseurs perçoivent ce signal, ce qui engendre une réduction de la valeur de marché de l'entreprise. De ce fait, certaines entreprises dont le projet d'investissement est pourtant rentable vont être conduites à renoncer à leur projet d'investissement.

Dans le modèle de Greenwald *et al.* (1984), on suppose qu'une entreprise fixe en début de période une quantité d'actions ΔE qu'elle souhaite émettre. Les investisseurs réagissent à cette information, modifiant la valeur des actions $p_{e_0}E_0$ à l'instant $t = 0$, avec E_0 stock d'actions détenu par les anciens actionnaires et p_{e_0} prix des actions. L'entreprise constate cette réaction et lance sous certaines conditions son projet d'investissement, éventuellement sur la base d'un endettement complémentaire. Ce n'est qu'en $t = 1$ que les investisseurs connaissent le rendement effectif de l'investissement – et réévaluent les fonds propres sur cette base.

Les entreprises prennent leurs décisions de financement en début de période avec comme

contrainte l'objectif de favoriser l'accroissement de la richesse des anciens actionnaires, cette richesse étant représentée par l'expression T ci-dessous⁸. Pour ce faire, elles maximisent à la fois la valeur des actions $p_{e_0}E_0$ au moment de l'annonce aux marchés financiers du projet d'investissement – quel que soit son mode de financement – et la part de la valeur finale de l'entreprise qui revient aux anciens actionnaires. Il est par ailleurs nécessaire de tenir compte du coût c_f de l'éventuelle faillite de l'entreprise, pondéré par sa probabilité P_f . La part de la valeur de l'entreprise qui revient aux anciens actionnaires en $t = 0$ dépend de la trésorerie disponible des entreprises Rn – les auteurs évoquent cette notion sous le nom de *cash-flow* –, du rendement Rm du nouvel investissement et du taux d'intérêt incluant un *spread* pour tenir compte du risque de faillite. Il s'agit donc pour l'entreprise de maximiser l'expression suivante :

$$T = m \cdot p_{e_0}E_0 + (1 - m) \left(\frac{p_{e_0}E_0}{p_{e_0}E_0 + \Delta E_1 p_{e_0}} \cdot (Rn + Rm - (1 + i)\Delta D) \right) - c_f P_f \quad (2.1)$$

Avec ΔE_1 = émission d'actions, ΔD = nouvel endettement, m = importance relative que les dirigeants accordent à l'ancienne valeur des actions par rapport à la nouvelle et $(1 + i)\Delta D$ = coût effectif du capital. Il convient de noter qu'à l'instant $t = 0$ où elles maximisent l'expression T , les entreprises ne peuvent connaître ni prendre en compte la réaction des marchés financiers au signal révélant le rendement Rm de l'investissement en $t = 1$.

La décision de financement des dirigeants dépend de la comparaison entre deux cas possibles : un financement sans émission d'actions noté T_D et un financement avec, noté T_E . Dans le cas où cette expression est supérieure pour un financement intégral par endettement ($T_D > T_E$), l'entreprise renonce à émettre des actions et inversement. On peut alors montrer que plus la trésorerie Rn est importante, plus le rendement de l'investissement est élevé s'il est financé par endettement, relativement au même projet financé par émission d'actions. En effet, en dérivant l'expression T_E , ainsi que l'expression T_D de l'équation (2.1) par rapport à la trésorerie Rn , puis en comparant les deux, on obtient :

$$\frac{\partial T_D}{\partial Rn} - \frac{\partial T_E}{\partial Rn} = (1 - m) \left(1 + \frac{p_{e_0}E_0}{p_{e_0}E_0 + \Delta E_1 p_{e_1}} \right) > 0 \quad (2.2)$$

De ce fait, les entreprises qui émettent des actions donnent un signal quant à la relative faiblesse de leur trésorerie et risquent de s'exposer à un rationnement du financement par

8. Les anciens actionnaires sont les actionnaires propriétaires de l'entreprise avant le lancement du projet d'investissement.

actions. Autrement dit, plus les entreprises ont une trésorerie importante, moins elles ont tendance à financer leur investissement sur la base d'une émission d'actions, puisque cela implique pour les anciens actionnaires une perte en termes de valeur de marché. De plus, en cas d'émission d'actions, le coût effectif du capital s'élève puisque, pour toute nouvelle émission, les créanciers perçoivent un signal négatif quant aux résultats de l'entreprise et exigent une hausse du *spread* de taux. Comme dans l'analyse de Bernanke et Gertler (1990) concernant les coûts d'agence, Greenwald *et al.* (1984) montrent que le rationnement du crédit est à l'origine d'une amplification du cycle financier d'investissement, puisqu'il augmente lorsque la trésorerie des entreprises chute.

Majluf et Myers (1984) parviennent à des conclusions proches de celles de Greenwald *et al.* (1984) quant à la possibilité d'un rationnement du capital sur les marchés boursiers. Selon Majluf et Myers (1984), les dirigeants agissent de fait dans l'intérêt des « anciens actionnaires ». En prenant ces décisions, ils cherchent à maximiser la valeur des titres des anciens actionnaires. Dans leur analyse, les auteurs supposent que les dirigeants souhaitent lancer un projet d'investissement uniquement financé à partir d'une émission d'actions. En d'autres termes, il n'y a pas de trésorerie (Rn). Les anciens actionnaires, qui détiennent le stock d'actions E_0 de l'entreprise en $t = 0$, sont supposés passifs à partir du moment où la décision d'investir est prise, ce qui signifie qu'ils ne modifient plus leur portefeuille d'actions.

Dans ce cadre, les valeurs intrinsèques initiale $p_{e_0}E_0^i$ – avant l'exécution du projet – et finale $p_{e_1}E_1^i$ de ces actions – suite à l'exécution du nouveau projet –, sont soumises à des asymétries d'information. Seuls les entrepreneurs en connaissent les valeurs effectives, les investisseurs n'en connaissant que les valeurs possibles. Ces derniers ne connaissent les véritables valeurs de $p_{e_0}E_0^i$ et Rm qu'en $t = 1$. En revanche, contrairement au modèle de Greenwald *et al.* (1984), tous les agents connaissent le niveau de la trésorerie. On peut montrer que les entreprises ont intérêt à minimiser leurs émissions d'actions et que les investisseurs, qui connaissent le niveau de la trésorerie, sont enclins à rationner leur offre de capital.

Lorsque les dirigeants décident d'investir, ils connaissent le rendement anticipé Rm^i du nouvel investissement, ainsi que la valeur intrinsèque $p_{e_0}E_0^i$ des actions des propriétaires

actuels de l'entreprise. Les auteurs désignent la connaissance de ces deux éléments clés sous le vocable de « connaissance de l'état i de la nature ». Lorsque l'entreprise annonce les caractéristiques de son projet d'investissement, les investisseurs ne connaissent que les différentes valeurs possibles de Rm^i et $p_{e_0}E_0^i$, mais ne connaissent pas l'état exact de la nature i . L'entrepreneur annonce le projet d'investissement en $t = 0$, puis les anciens actionnaires révisent leurs anticipations et la valeur de marché initiale des actions $p_{e_0}E_0$ de la firme s'ajuste en conséquence. Elle devient telle que :

$$p_{e_0}E_0 = \overline{p_{e_0}E_0^i} + \overline{Rm^i} \quad (2.3)$$

$\overline{p_{e_0}E_0^i}$ = moyenne des valeurs intrinsèques initiales possibles au moment de l'annonce du projet, pour le stock d'action E_0 détenu par les anciens actionnaires, p_{e_0} prix des actions en $t=0$ et $\overline{Rm^i}$ = moyenne des rendements possibles du projet d'investissement.

Dans le cas où une émission d'actions $\Delta E_1 p_{e_0}$ finance l'intégralité du projet, les dirigeants comparent la part de la valeur intrinsèque de l'entreprise qui revient effectivement aux anciens actionnaires lorsque l'entreprise investit en $t = 0$, à la valeur intrinsèque des actions lorsqu'aucun investissement n'est réalisé $p_{e_0}E_0^i$. On part du principe que les différents états de la nature possibles ont une même probabilité de réalisation. Pour que l'acquisition de nouveaux actifs productifs et l'émission d'actions aient lieu, l'entrepreneur qui agit en fonction de l'intérêt exclusif des anciens actionnaires doit s'assurer que :

$$\frac{\overline{p_{e_0}E_0^i} + \overline{Rm^i}}{\overline{p_{e_0}E_0^i} + \overline{Rm^i} + p_{e_0}\Delta E_1} \cdot (p_{e_0}E_0^i + Rm^i + \Delta E_1 p_{e_0}) > p_{e_0}E_0^i \quad (2.4)$$

Dans le cas hypothétique où les investisseurs connaissent parfaitement $p_{e_0}E_0^i$ et Rm^i , aucune contrainte ne pèse sur la détermination de l'investissement. En effet, la valeur intrinsèque de l'entreprise qui revient aux anciens actionnaires est égale à $p_{e_0}E_0^i + Rm^i$ et l'entreprise émet des actions et investit dans tous les cas.

Il convient par ailleurs de noter à nouveau l'importance du rôle joué par la trésorerie (Rn) – la trésorerie Rn étant nulle dans l'exemple ci-dessus. En effet, lorsque la trésorerie permet à l'entreprise de se passer d'une émission d'actions, on a $\Delta E_1 p_{e_0} = 0$ dans l'inéquation (2.4) et l'investissement a toujours lieu⁹. De ce fait, la détention d'une importante trésorerie permet d'éviter l'écueil d'un rationnement du capital. Si l'inégalité (2.4) n'est

9. On vérifie en effet dans ce cas l'inégalité suivante : $p_{e_0}E_0^i + Rm^i + Rn > p_{e_0}E_0^i + Rn$.

pas respectée, l'entreprise renonce à investir pour préserver la richesse des anciens actionnaires et ce même si le projet d'investissement est rentable. Comme dans les travaux de Greenwald *et al.* (1984), on observe une hiérarchie du financement en présence d'asymétries d'information : les entreprises privilégient l'autofinancement à l'émission d'actions et, dans le cas où elles sont contraintes de faire appel aux marchés boursiers, elle peuvent subir un rationnement du capital les conduisant à passer outre certains projets d'investissement pourtant rentables.

2.2.3 Financement externe mixte et rationnement du capital

Jusqu'à présent, nous avons raisonné dans le cadre d'un choix de financement de l'investissement entre *cash-flow*, d'une part et endettement bancaire ou émission d'actions, d'autre part. Majluf et Myers (1984) et plus récemment Hellmann et Stiglitz (2000) se sont attachés à montrer comment les entreprises arbitrent entre ces trois types de financement en présence d'asymétries d'information et, en dernière analyse, en quoi cela affecte leur acquisition de nouveaux biens d'équipement.

À la suite de leur analyse portant sur le rationnement du financement par actions, Majluf et Myers (1984) observent que lorsqu'il n'existe pas d'asymétrie portant sur le financement par endettement, les entreprises trouvent toujours un financement pour un projet d'investissement rentable. Elles ne financent par ailleurs jamais ce projet par une émission d'actions. Si l'on suppose que les dirigeants ne souhaitent pas agir à l'encontre des nouveaux actionnaires, le choix optimal de financement de l'investissement correspond à l'endettement. Ils ne privilégient les émissions d'actions que dans le cas où les investisseurs peuvent percevoir cette stratégie comme une volonté de limiter les risques de faillite de l'entreprise, par le maintien d'un taux d'endettement à un niveau qu'ils jugent raisonnable. On observe une hiérarchie dans le choix du financement de l'investissement : les dirigeants ont recours en priorité à l'autofinancement, puis à l'endettement et enfin à l'émission d'actions. L'autofinancement permet de limiter les risques de rationnement, c'est-à-dire le risque de passer à côté de certains projets d'investissement que les entrepreneurs savent pourtant rentables.

L'analyse de Majluf et Myers (1984) est cependant strictement orientée vers le rationnement de l'apport de capital par les actionnaires. Puisqu'il n'y a pas de rationnement du crédit, les entreprises n'abandonnent aucun projet. Selon Hellmann et Stiglitz (2000), l'absence de rationnement s'explique par le fait que les auteurs étudient l'existence d'asymétries d'information affectant seulement le rendement du projet d'investissement. Hellmann et Stiglitz (2000) proposent quant à eux une analyse qui élargit la question des asymétries au risque des projets d'investissement des dirigeants. Ils observent que dans ce contexte, un double rationnement est possible.

Pour le montrer, Hellmann et Stiglitz (2000) construisent un modèle dans lequel les dirigeants doivent choisir entre financement par dette ou financement par émission d'actions. Dans ce modèle, les possibilités d'endettement des entreprises recouvrent à la fois le crédit bancaire et l'émission de titres de dette. Par hypothèse, un investisseur ne peut agir que sur un seul marché. Les dirigeants d'entreprise font quant à eux jouer la concurrence entre les deux types de financement, en fonction des prix proposés par les investisseurs et les banques, ainsi qu'en fonction de l'utilité qu'ils ressortent de l'investissement.

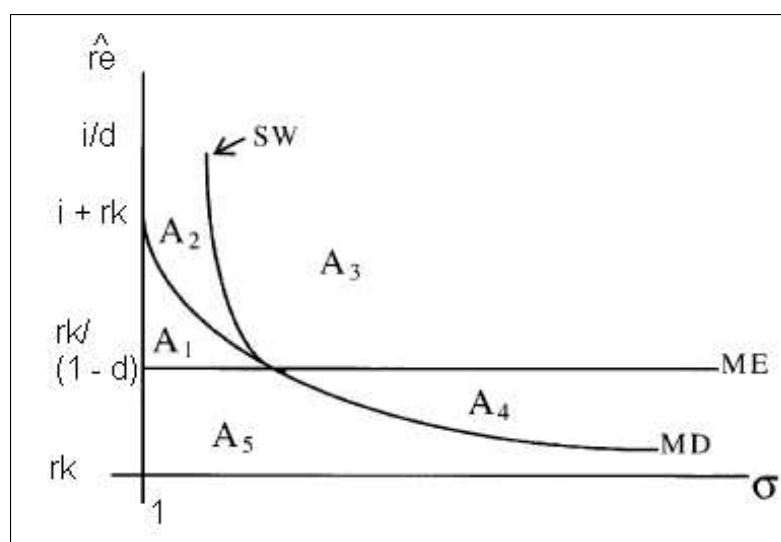
Pour un projet d'investissement donné, chaque catégorie de dirigeants est caractérisée par un taux de rendement attendu \widehat{re} et un niveau de risque σ , le couple (\widehat{re}, σ) étant inconnu des investisseurs et des banques. La probabilité de réussite du projet étant égale à $\frac{1}{\sigma}$, le taux de rendement attendu par les dirigeants est tel que $\widehat{re} = \frac{1}{\sigma} \cdot re$, avec re taux de rendement effectivement obtenu. Il convient de préciser que les agents sont neutres vis-à-vis du risque et qu'il n'y a aucun coût de faillite.

Le financement d'un projet d'investissement se déroule de la façon suivante. Dans un premier temps, les créanciers et les actionnaires potentiels fixent leurs prix. Le prix des actions correspond à un taux de distribution des dividendes exigé d – dividendes rapportés au rendement de l'investissement – et le prix de la dette est le taux d'intérêt i fixé par les créanciers – charges d'intérêt rapportées au stock de capital¹⁰. Dans un deuxième temps, les dirigeants d'entreprise décident du type de financement qu'ils souhaitent, compte tenu de ces prix ainsi que du risque σ et du taux de rendement attendu \widehat{re} de leur projet.

10. Comme expliqué plus haut, les dirigeants doivent choisir entre financement par émission d'actions et financement par endettement. Par conséquent, dans le cas du choix de l'endettement et pour un projet d'investissement donné, le stock de capital K est égal au stock d'endettement D .

L'objectif des dirigeants est de maximiser leur utilité qui correspond à la rentabilité de l'investissement après paiement des charges d'intérêt ou des dividendes – soit le profit non distribué rapporté au stock de capital engagé. Dans ce contexte, les auteurs montrent que la façon dont les dirigeants d'entreprise choisissent leur mode de financement peut conduire à un rationnement du financement de la part des investisseurs et des banques.

FIGURE 3 – Utilité des dirigeants d'entreprise et choix du mode de financement



Source : Hellmann et Stiglitz (2000), figure 1(c), p. 287. Les annotations et les paramètres sont modifiés pour les besoins du présent chapitre.

Notes : ME représente tous les projets de croissance financés par une émission d'actions pour lesquels l'utilité des dirigeants est égale au coût d'opportunité de l'investissement, MD représente tous les projets de croissance financés par endettement pour lesquels l'utilité des dirigeants est égale au coût d'opportunité de l'investissement. \widehat{re} = taux de rendement attendu du projet d'investissement, σ = niveau de risque de ce même projet, d = taux de distribution des dividendes exigé par les actionnaires, i = taux d'intérêt fixé par les créanciers, rk = coût d'opportunité de l'investissement pour les dirigeants.

Pour un coût i du financement par dette et pour un coût d du financement par actions, les dirigeants situent leur projet sur la figure 3 en fonction de l'estimation qu'ils font du niveau de rendement $\widehat{r_e}$ et du risque σ de leur projet, respectivement en ordonnée et en abscisse. Il existe nécessairement une relation positive entre rentabilité et risque de l'investissement. En d'autres termes, la distribution des projets $(\widehat{r_e}, \sigma)$ s'organise autour d'une droite croissante¹¹. Toutefois, les dirigeants n'établissent pas exactement le même lien entre rentabilité attendue $\widehat{r_e}$ et risque σ . De ce fait, il est possible que les dirigeants

11. Hellmann et Stiglitz (2000) précisent par ailleurs que les investisseurs et les banques connaissent cette distribution, sans connaître précisément chaque couple (\widehat{r}_e, σ) .

responsables de différents projets d'investissement dont le taux de rendement anticipé (respectivement le niveau de risque) est identique, évaluent différemment le niveau de risque (respectivement de rentabilité anticipée) correspondant.

Sur la figure 3, la courbe MD représente l'ensemble des projets financés par un endettement pour lesquels l'utilité des dirigeants est strictement égale au coût d'opportunité rk de l'investissement¹². Lorsque les dirigeants ont recours à l'endettement, l'utilité du projet d'investissement pour ces derniers dépend, d'une part, positivement du taux de rendement anticipé $\hat{r}e$ du projet et, d'autre part, négativement du taux d'intérêt pondéré par la probabilité de réussite du projet ($\frac{1}{\sigma}$). Pour un stock de capital K financé par une dette D , l'utilité U_D des dirigeants finançant leur projet par l'intermédiaire d'un endettement est en effet telle que :

$$\begin{aligned} U_D &= \frac{1}{\sigma}(re - i) \\ U_D &= \hat{r}e - \frac{i}{\sigma} \end{aligned}$$

Compte tenu de ce résultat, pour un taux d'intérêt i unique, un même niveau d'utilité de l'investissement pour les dirigeants est représenté par une courbe convexe et décroissante en fonction du risque σ . La courbe MD regroupe de ce fait l'ensemble des projets d'investissement pour lesquels on a $U_D = rk$, c'est-à-dire pour lesquels la rentabilité attendue $\hat{r}e$ permet à la fois l'obtention d'une rentabilité pour les dirigeants égale à rk et le paiement des charges d'intérêt pondérées par la probabilité de réussite du projet $\frac{1}{\sigma}$. On vérifie :

$$MD = rk + \frac{i}{\sigma} \quad (2.5)$$

La droite ME regroupe quant à elle l'ensemble des projets financés par émission d'actions qui engendrent pour les dirigeants une utilité strictement égale au coût d'opportunité rk . Elle représente la rentabilité attendue qui permet de rémunérer les actionnaires tout en assurant aux dirigeants une rentabilité rk . On représente un même niveau d'utilité des dirigeants qui émettent des actions par une droite horizontale. Avec ce type de financement, l'utilité des dirigeants dépend de la rentabilité espérée de l'investissement en cas de réussite, diminuée du « prix des actions » d . Le stock de capital K étant intégralement

12. Le coût d'opportunité des dirigeants est ici le rendement potentiel d'un investissement sans recours à un financement externe.

financé par une émission d'actions E , l'utilité U_E des dirigeants qui financent leur projet par une émission d'actions, est égale à :

$$\begin{aligned} U_E &= (1 - d)^{\frac{1}{\sigma}} \cdot re \\ U_E &= (1 - d) \cdot \hat{re} \end{aligned}$$

La droite ME regroupe donc l'ensemble des projets d'investissement pour lesquels on a $U_E = rk$, et l'on vérifie :

$$ME = \frac{rk}{(1 - d)} \quad (2.6)$$

Enfin, la courbe SW relie l'ensemble des points pour lesquels l'utilité d'un projet d'investissement pour l'entrepreneur est identique quel que soit le mode de financement – endettement ou émission d'actions –, du fait de l'importance du rendement et de la faiblesse du risque du projet d'investissement.

À partir de ce modèle, Hellmann et Stiglitz (2000) montrent (i) comment les dirigeants choisissent leur mode de financement ; et (ii) dans quelle mesure leur accès au financement peut être rationné du fait de l'asymétrie d'information portant sur les caractéristiques du projet d'investissement. Les dirigeants prennent leur décision de financement en fonction de leur objectif principal qui est d'obtenir un taux de profit non distribué au moins égal à leur coût d'opportunité rk .

En premier lieu, les aires A_j – avec $j = 1, 2, \dots, 5$ – permettent de déterminer le type de financement que sont prêts à accepter les dirigeants responsables des projets de croissance qui s'y trouvent, compte tenu du taux de rendement et du risque qui sont associés à ces projets. Les entrepreneurs dont le taux de rendement attendu \hat{re} se situe en A_4 ou en A_5 renoncent à un financement par actions, puisque leur utilité ne leur permet pas d'égaliser *a minima* le coût d'opportunité de l'investissement rk . Toutefois, à la différence des projets situés en A_5 , un financement par dette est possible pour les projets en A_4 . Les dirigeants dont le projet est situé en A_1 financent si possible leur investissement par une émission d'actions, mais ne peuvent accéder à un financement par dette. Les aires A_2 et A_3 représentent les projets qui peuvent être indifféremment financés par endettement et

par émission d'actions, toutefois les dirigeants ont une préférence pour les actions en A_2 et une préférence pour l'endettement en A_3 .

En second lieu, une fois que les dirigeants ont choisi leur mode de financement, chaque projet a une probabilité d'obtenir effectivement un financement qui dépend, d'une part, de la situation de chaque projet sur la figure 3 de répartition d'utilité des dirigeants et, d'autre part, d'une probabilité de rationnement. De fait, l'utilité des créanciers et des actionnaires n'est pas nécessairement croissante en fonction des taux de rendement exigés i de la dette et d des actions, le rationnement est donc possible.

Comme expliqué plus haut, le rationnement du financement se produit lorsque les investisseurs ou les banques ne sont pas prêts à augmenter leur prix en échange de la fourniture de fonds aux entreprises. Le but des actionnaires et des créanciers est de maximiser leur propre rendement, qui sont respectivement égaux à $d \cdot \widehat{re}$ et à $\frac{i}{\sigma}$. Ces agents renoncent à financer des projets d'investissement lorsqu'une hausse du prix des fonds (d ou i) conduit à une baisse de leur rendement. Il convient de préciser maintenant comment un tel événement peut se produire.

Lorsque les créanciers accroissent leur prix i , on observe une élévation de la courbe MD et un déplacement vers la droite de la courbe SW . Ces différentes évolutions s'expliquent par le fait que lorsque le prix du financement externe s'élève, les dirigeants dont l'utilité du projet parvient au moins à égaler le coût d'opportunité du capital rk sont de moins en moins nombreux. Pour le créancier, il peut y avoir trois conséquences à la hausse du taux d'intérêt i qu'il propose : (i) un effet-prix positif qui conduit à une hausse du rendement ; (ii) un effet de sélection positive dans le sens où il ne finance plus certains projets de la zone A_4 dont le risque σ est relativement élevé ; et (iii) un effet négatif de sélection adverse avec la sélection de projets en moyenne plus risqués, du fait de l'éviction des projets situés en zones A_2 et A_3 . Par ailleurs, la préférence de certains entrepreneurs auparavant indécis entre les deux modes de financement va de plus en plus vers le financement par actions. Cela engendre un déplacement de la courbe SW vers la droite, qui amplifie l'effet de sélection adverse.

Du côté des actionnaires, on observe des effets équivalents en cas de hausse du coût des actions d . On assiste à une élévation de la droite ME et à un déplacement vers la gauche

de la courbe SW . Les deux premiers effets sur l'utilité des actionnaires potentiels sont identiques à ceux des créanciers, l'effet de sélection positive tenant aux projets contenus dans les zones A_1 et A_3 dont la rentabilité attendue \widehat{re} est relativement faible. En revanche, l'effet de sélection adverse ne dépend que du déplacement de SW vers la gauche, qui s'effectue pour des raisons inverses au cas des créanciers.

Pour chaque type de financement, lorsque l'effet de sélection adverse l'emporte, l'utilité des investisseurs et des banques est décroissante vis-à-vis du prix qu'ils exigent pour accepter de fournir des fonds. Il est tout à fait possible que les investisseurs refusent de financer un certain nombre de projets d'investissement pour se prémunir de cet effet. Certaines entreprises dont le projet est pourtant rentable subissent un rationnement du financement par dette ou par actions. On retrouve ici un problème similaire à celui évoqué par Stiglitz et Weiss (1981) dans le cadre du rationnement par le crédit.

Il convient toutefois de noter que lorsque les entreprises n'ont pas accès au financement par endettement, il ne peut y avoir de rationnement du financement par actions. En effet, si la courbe d'utilité ME des dirigeants s'élève suite à une hausse du coût des actions d , la rentabilité anticipée moyenne (\widehat{re}) des projets viables s'élève. Le rendement des actionnaires ($d \cdot \widehat{re}$) s'élève aussi. Il n'y a pas de sélection adverse car aucun dirigeant d'entreprise ne peut se tourner vers un financement par endettement. L'absence de rationnement dans ce cas précis s'oppose aux résultats des modèles de Majluf et Myers (1984) et Greenwald *et al.* (1984) et ceci s'explique par le fait que Hellmann et Stiglitz (2000) ne posent pas la question du conflit entre anciens et nouveaux actionnaires.

Au final, en présence d'asymétrie d'information sur le risque et le rendement de l'investissement, certains projets pourtant rentables ne trouveront pas de financement, car une hausse des prix i et d du financement externe peut être à l'origine d'une baisse du rendement pour les investisseurs. Enfin, la mise en concurrence des différentes possibilités de placement aggrave la tendance des investisseurs à rationner les entrepreneurs, du fait de la tendance des entrepreneurs responsables des projets rentables et peu risqués à passer d'un marché à l'autre pour obtenir un financement, sous l'effet d'un déplacement de SW . Dans ce cadre, on comprend mieux encore en quoi le rationnement peut être préférable pour les investisseurs, à une élévation des prix qu'ils proposent pour fournir des fonds.

2.3 Asymétries d'information et estimations économétriques de la sensibilité de l'investissement au montant du *cash-flow* détenu

La plupart des estimations récentes de fonction d'investissement que l'on retrouve dans la littérature portent sur des spécifications dont le but est de tester les enseignements de la théorie de l'agence ainsi que ceux de la nouvelle économie keynésienne, que nous avons présentés ci-dessus. Les auteurs procédant à ces estimations testent en effet la présence d'asymétries de l'information et leur impact sur le comportement d'investissement des entreprises. Ils introduisent en particulier des éléments visant à étudier les contraintes financières que sont les coûts d'agence ou la possibilité d'un rationnement du financement externe.

Dans des travaux fondateurs, Bernanke et Gertler (1989, 1990) modélisent le comportement des firmes et des prêteurs en présence de relations d'agence. Selon eux, la variable centrale qui permet de tester la présence de coûts d'agence correspond à la richesse nette de l'entreprise, autrement dit son stock de collatéraux¹³. Dès lors qu'il existe des asymétries d'information entre prêteurs et entrepreneurs, il existe des coûts d'agence qui accroissent le coût du financement externe. Plus la richesse nette de l'entreprise est élevée, moins ces coûts d'agence le sont. En cas de choc exogène touchant les ventes des entreprises, les investisseurs réévaluent à la baisse la richesse nette de l'entreprise, ce qui conduit à une hausse des coûts d'agence sur la dette. Ce mécanisme est donc conforme au principe de l'accélérateur financier.

Fazzari *et al.* (1988) ou encore Bernanke *et al.* (1996) proposent quant à eux d'étudier ce même type de contrainte à partir d'un ratio de l'endettement sur le stock d'actions émises. L'idée sous-jacente est la suivante : plus ce ratio est élevé, plus il existe un risque que les dirigeants adoptent des stratégies relativement éloignées de l'intérêt des créanciers. Par exemple, les dirigeants peuvent pratiquer la substitution d'actifs ou encore opérer une dilution des créances qui tend à réduire la valeur des dettes contractées antérieurement.

La technique la plus répandue visant à tester l'existence d'une contrainte financière pesant sur l'investissement du fait de la présence d'asymétries d'information, est celle de l'estimation de la sensibilité entre investissement et trésorerie (Fazzari *et al.*, 1988 ; Hub-

13. Il s'agit des actifs que l'entreprise peut mobiliser pour rembourser sa dette en cas de manque de trésorerie (Brossard, 2001).

bard, 1997). Les auteurs utilisent le plus souvent cette technique dans le but avoué de tester indifféremment l'existence de coût d'agence et la possibilité d'un rationnement du capital. En premier lieu, en ce qui concerne la question de l'existence de coûts d'agence, la trésorerie est utilisée en tant que *proxy* de la richesse nette dans les estimations. En second lieu, comme nous l'avons vu ci-dessus, les travaux théoriques qui portent sur le rationnement de l'endettement et du capital concluent à une prédominance de l'autofinancement sur le financement externe. Une entreprise s'expose au risque du rationnement du crédit ou du financement par actions dès lors qu'il existe une incertitude sur le niveau de risque et de rendement des projets. À l'inverse, plus l'entreprise dispose d'une quantité importante de trésorerie, moins elle s'expose à ce risque. L'introduction d'une variable de trésorerie doit permettre de tester l'existence de contraintes financières qui pèsent sur la détermination de l'investissement et, par conséquent, d'évaluer indifféremment la possibilité de rationnement ou la présence de coûts d'agence.

Cette stratégie d'estimation fait cependant débat. Ainsi, Kaplan et Zingales (1997, 2000) critiquent cette proposition de méthodologie introduite par Fazzari *et al.* (1988). Selon Kaplan et Zingales (2000) et comme l'admettent par ailleurs Fazzari *et al.* (2000), de nombreux auteurs reprennent le principe d'un test de la sensibilité de l'investissement aux *cash-flow* sans préciser pour autant les liens concrets entre cette méthode et les fondements théoriques qu'ils invoquent. Kaplan et Zingales (1997, 2000) proposent de ce fait d'effectuer une répartition des entreprises contraintes et non contraintes financièrement sur la base de critères objectifs, puis de comparer le lien entre *cash-flow* et investissement dans un cas et dans l'autre.

En premier lieu, ces auteurs sont sceptiques vis-à-vis de l'hypothèse théorique selon laquelle des différences entre coûts de financement interne et externe proviennent d'asymétries d'information, comme c'est le cas dans le cadre de la théorie de l'agence ou encore dans la littérature sur le rationnement des fonds. D'un point de vue théorique, ils objectent que cette relation peut être perturbée par le comportement des dirigeants, s'ils se comportent de façon irrationnelle ou encore s'ils sont totalement averses au risque. D'un point de vue empirique, ils définissent la classe des firmes non contraintes financièrement sur la base de trois critères : (i) une importante quantité d'actifs liquides à disposition ; (ii) la croissance

des dividendes versés ; et (iii) la présence d'une politique de rachat d'actions. Ils montrent ainsi que ce sont les firmes les moins contraintes financièrement pour lesquelles l'investissement est le plus sensible à la variable de trésorerie. Ce résultat entre en contradiction avec les enseignements des théories des nouveaux keynésiens. Cleary (1999) obtient par ailleurs des résultats très proches.

Cleary *et al.* (2007) soulignent toutefois le rôle essentiel que jouent les critères de classement des entreprises financièrement contraintes et non contraintes. Ils réalisent des constats identiques à ceux de Kaplan et Zingales (1997, 2000) lorsqu'ils classent les entreprises en fonction de leur richesse nette, puis comparent la sensibilité investissement-trésorerie dans les deux cas. Ils obtiennent en revanche des résultats équivalents à ceux de Fazzari *et al.* (1988) lorsque la classification des entreprises tient à la comparaison de différents indicateurs d'asymétrie d'information. Les travaux de Ascioglu *et al.* (2008) confirment cette dernière conclusion grâce à une étude portant sur la comparaison du comportement des groupes non financiers du S&P 1500 durant l'année 2000 – phase d'emballement sur les marchés financiers – et durant l'année 2003 – respectivement phase de retrait. Pour étudier l'existence d'asymétries d'information, ils introduisent notamment dans leur spécification d'investissement un indicateur de dispersion de l'offre et la demande de titres sur les marchés boursiers.

Enfin, Hovakimian et Hovakimian (2009) mettent au point leur propre méthodologie pour tester le rôle des contraintes financières sur l'investissement. Ils répartissent un nombre important d'entreprises américaines en deux grandes catégories : les entreprises dont l'investissement est très sensible à l'évolution de la trésorerie et celles pour lesquelles ce n'est pas le cas. Cette étude porte sur la période 1985-2003. Ils observent ensuite que les entreprises dont l'investissement est sensible à la détention de trésorerie subissent effectivement d'importantes contraintes financières durant les périodes où leur trésorerie est faible et ont une nette tendance à sous-investir. À l'inverse, lorsque leur trésorerie est élevée, elles ont tendance à sur-investir – c'est-à-dire par exemple à émettre des titres financiers même si elles n'en ont pas le besoin.

3 Instabilité de l'investissement dans la théorie de Keynes et rôle de la sphère financière chez Kalecki

Les mécanismes que décrivent les théoriciens de l'agence ou encore les auteurs nouveaux keynésiens conduisent à une amplification du cycle d'investissement d'origine réelle, amplification qui dépend du comportement des investisseurs dans le cadre d'une information imparfaite. En effet, les coûts d'agence et le rationnement du financement externe se réduisent lors des périodes de forte croissance économique du fait de l'importante trésorerie que détiennent les entreprises dans cette situation et favorisent l'envolée de l'investissement. Le phénomène inverse se produit en période de ralentissement économique. En revanche, ces enchaînements ne permettent pas de comprendre (i) comment le comportement des investisseurs peut engendrer un comportement particulier d'investissement à long terme ; et (ii) comment il peut être à l'origine même du cycle de l'investissement (Brossard, 1998, 2001).

Dans cette section, nous souhaitons avancer quelques pistes de réflexions concernant le premier point que nous venons d'évoquer – le deuxième étant abordé à la section suivante. À travers les travaux de Keynes (1936), nous montrons que l'existence d'une incertitude radicale sur les anticipations des entrepreneurs et des investisseurs, ainsi que la prise en compte d'anticipations en termes monétaires, permettent de conclure à une instabilité intrinsèque du comportement d'investissement des entreprises (3.1). Kalecki (1954) montre quant à lui que dans ce contexte d'incertitude, la croissance de l'entreprise connaît une limite naturelle – la frontière d'expansion de l'entreprise –, déterminée par un accord conventionnel entre les créanciers et les entrepreneurs (3.2).

3.1 L'instabilité de l'efficacité marginale du capital keynésienne

L'analyse du comportement d'investissement des entreprises chez Keynes (1936) dépend du contexte d'incertitude radicale qui, selon Keynes (1936) et Knight (1921), pèse sur les prévisions et sur les décisions des entrepreneurs. Knight (1921) oppose incertitude radicale et risque probabilisable (Aglietta et Rebérioux, 2004), en d'autres termes aucun calcul mathématique ne peut parfaitement prendre la mesure de l'incertitude radicale. Une

telle incertitude conduit à raisonner non en termes d'agents représentatifs, mais en termes d'individus différenciés dont les choix sont subjectifs. En situation d'incertitude radicale, les agents font reposer leur propre décision sur la perception qu'ils ont des anticipations des autres acteurs. De ce fait, pour toute décision soumise à l'incertitude, les interactions entre individus conduisent à l'établissement d'une convention sur laquelle chacun finit par s'accorder de façon implicite. Ces conventions sont par nature instables puisqu'elles sont fondées arbitrairement à partir de l'évaluation que font les agents des anticipations des autres agents (Combemale, 2010). Elles peuvent basculer dès lors que l'opinion de quelques individus se retourne (Orléan, 1999).

L'incitation à investir chez Keynes (1936) est étroitement reliée à l'instabilité des marchés boursiers. Keynes définit le comportement d'investissement des entrepreneurs en établissant le concept de l'efficacité marginale du capital (*emc*). Cet auteur définit l'efficacité marginale du capital comme le taux de rendement interne du capital. Pour prendre leur décision d'investissement, les entrepreneurs raisonnent en termes monétaires et anticipent les rendements R^* que le projet d'investissement peut leur rapporter, cette anticipation dépendant de l'état de la prévision à long terme. Dans ce cadre, l'efficacité marginale du capital est le taux d'actualisation qui permet d'égaliser la somme de ces flux de rendement anticipés de l'investissement au montant de l'investissement, ce dernier montant dépendant du prix des biens en capital sur le marché, soit :

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{R_t^*}{(1 + emc)^t} \quad (3.1)$$

Puisque l'efficacité marginale du capital dépend de l'état de la prévision à long terme, elle est soumise à une incertitude radicale. De ce fait, l'évaluation des rendements attendus s'effectue de manière conventionnelle à partir des anticipations des investisseurs sur les marchés financiers. Les dirigeants effectuent une comparaison entre le prix de demande du capital représenté par l'efficacité marginale du capital *emc* et le prix d'offre du capital par les créanciers mesuré par le taux d'intérêt i , le taux d'intérêt étant lui-même déterminé de manière conventionnelle sur le marché des créances (du Tertre, 2000). L'entreprise acquiert de nouveaux biens en capital dès lors que le rendement interne *emc* de l'investissement égale au minimum son coût i .

À l'équilibre et pour un niveau de risque équivalent entre créances et actions émises, on a donc :

$$\sum_{t=1}^n \frac{R_t^*}{(1+emc)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{R_t^*}{(1+i)^t}$$

Soit :

$$emc = i$$

L'entrepreneur décide d'investir s'il observe que $emc > i$ pour le bien en capital qu'il envisage d'acquérir. Le taux d'intérêt représente de ce fait le coût d'opportunité des entrepreneurs, ou « la prime de renonciation à la liquidité » (Orio et Quilès, 2009)¹⁴.

Comme on l'observe à travers l'équation (3.1), la courbe de l'efficacité marginale du capital est donc une courbe décroissante par rapport au montant de l'investissement I . Mais cette courbe est par nature instable, puisqu'elle se déplace en fonction de l'état de la prévision à long terme. Lorsque les dirigeants sont pessimistes quant à l'évolution de l'économie, ils révisent à la baisse leurs anticipations de rendement et la courbe se déplace vers le bas. En d'autres termes, les projets d'investissement rentables au yeux des entrepreneurs, compte tenu du niveau du taux d'intérêt, sont des projets moins ambitieux – les montants I des projets compatibles avec l'égalité $i = emc$ sont relativement plus faibles.

En résumé, du fait de l'incertitude radicale et comme le souligne du Tertre (2000), plusieurs types de conventions interviennent dans le processus d'investissement. Ces conventions portent sur : (i) un premier arbitrage des investisseurs entre détention d'actions ou non, qui s'opère en fonction de l'état de la confiance en l'avenir ; (ii) un deuxième arbitrage entre détention d'obligations et détention de monnaie, ce choix reposant sur la préférence pour la liquidité et conduisant à l'établissement du taux d'intérêt et des différents *spreads* tenant compte des niveaux de risque. Ces deux arbitrages déterminent le prix relatif des titres, qui affecte le niveau de l'efficacité marginale du capital. L'entrepreneur est en effet tenu de choisir des projets d'investissement dont le résultat est conforme à la rentabilité des actions. De ce fait, la précarité des anticipations du rendement de l'investissement et l'instabilité de l'investissement découlent de la fragilité des conventions qui permettent l'établissement de l'efficacité marginale du capital. Il reste toutefois à résoudre le problème du choix du mode de financement de l'investissement. En fonction des contraintes financières qui découlent de ce choix, les entrepreneurs et les investisseurs modifient leur

14. Orio et Quilès (2009), p. 57.

comportement. On observe alors un ajustement des conventions entre agents, cet ajustement ayant, en retour, un impact sur l'investissement. Ces éléments expliquent que Keynes (1936) analyse l'investissement en tant que phénomène fondamentalement instable.

3.2 Stabilité de la fonction d'investissement de Kalecki et principe du risque croissant

La détermination de l'investissement dans la théorie post-keynésienne traditionnelle diffère des principes keynésiens que nous venons d'exposer. À la suite des travaux de Kalecki (1937a, 1954), de nombreux auteurs définissent le comportement d'investissement comme dépendant d'un accélérateur de profit (Taylor, 1985 ; Hein, 2006 ; Allain, 2009).

En premier lieu, Kalecki (1954) pose comme hypothèse que la décision d'investissement est directement liée à ce qu'il dénomme l'accumulation interne du capital, autrement dit l'autofinancement. Les entrepreneurs financent avant tout leurs projets sur la base de l'autofinancement, puis ils font appel en cas de besoin à un financement externe. La présence d'un important autofinancement permet à l'entreprise d'élargir ses possibilités de croissance interne au-delà des montants que les investisseurs extérieurs sont prêts à apporter et qui sont limités par le principe du risque croissant – que nous explicitons plus loin.

En second lieu, l'accroissement du profit P des entreprises constitue une base pour les anticipations de profits futurs. De ce fait, on peut définir une première fonction très simple de l'investissement selon Kalecki :

$$I = f(\Delta P) \quad (3.2)$$

Avec I = investissement productif et ΔP = variation du profit global au cours de la période.

Dans le chapitre 12 intitulé *Determinants of investments* dans son livre *Theory of Economic Dynamics* de 1954, Kalecki explique :

« Another factor which influences the rate of investment decisions is the increase of profit per unit of time. A rise in profits from the beginning to the end of the period considered renders attractive certain projects which were previously considered unprofitable and thus permits an extension of the boundaries of investment plans in the course of the period. »

Kalecki (1954), p. 97¹⁵

15. « Un autre facteur influençant la décision d'investissement est celui de l'accroissement du profit par unité de temps. Un accroissement des profits entre le début et la fin de la période considérée rend attractifs

Kalecki admet que ce résultat est proche, sous certaines conditions, de l'accélérateur de demande à la Jorgenson (1963). Toutefois, il oppose à ce principe le fait que les entrepreneurs souhaitent toujours conserver des capacités de production inutilisées, en particulier pour pouvoir faire face à un surcroît de demande. Autrement dit, il n'est pas certain qu'un accroissement de la demande génère une hausse de l'investissement (Lavoie, 1992 ; Allain, 2009). Aussi est-il intéressant d'intégrer le taux d'utilisation des capacités U dans la fonction d'investissement pour appréhender de façon plus précise le lien entre la demande de l'ensemble des agents et l'investissement.

Selon Kalecki (1954), le mode de financement joue un rôle crucial dans la détermination de l'investissement. Il aborde en effet la question du lien entre sphère financière et choix stratégiques des entreprises à travers le « principe du risque croissant » (Kalecki, 1937b). Les dirigeants financent en priorité l'investissement grâce aux profits non distribués aux actionnaires, ce qui transparaît à travers la notion d'accélérateur de profit expliqué ci-dessus. En effet, en situation d'incertitude, les créanciers et les dirigeants évaluent le niveau de risque de l'entreprise sur la base de l'autofinancement disponible. De ce fait, les dirigeants sont de plus en plus adverses à se lancer dans un projet à mesure que la quantité de fonds empruntés s'élève en regard des profits retenus. Il en va de même pour les créanciers qui comptent sur l'existence de collatéraux pour accorder un financement à l'entreprise (Hein, 2006). Dès lors, l'accès d'une entreprise à l'endettement dépend, d'une part, du niveau de risque d'insolvabilité évalué par la communauté des créanciers – risque-prêteur – et, de l'autre, du risque de faillite que les entrepreneurs anticipent – risque-emprunteur. Le risque marginal du prêteur et de l'emprunteur s'accroît avec le montant investi. Par suite, le financement externe ($p_e\Delta E + \Delta D$) auquel les entreprises ont accès est tel que :

$$p_e\Delta E + \Delta D = \rho(P - DIV - INT) \quad (3.3)$$

Avec $p_e\Delta E$ = émission d'actions, ΔD = endettement supplémentaire, DIV = dividendes distribués, INT = intérêt versés sur la dette et ρ = proportion de l'investissement pouvant être financé par endettement ou par émission d'actions, compte tenu du niveau de risque accepté par tous.

certains projets qui étaient considérés précédemment comme non rentables et permet ainsi un élargissement des frontières des plans d'investissement en cours de période. » Kalecki (1954), traduction personnelle.

La proportion ρ fait l'objet d'une convention entre emprunteurs et prêteurs suite à la confrontation de leur risque respectif (Lavoie, 1992). On suppose, d'une part, que les entreprises investissent l'intégralité de leur autofinancement disponible et, d'autre part, que le taux de distribution des dividendes $\frac{DIV}{p_e E}$ – lui aussi fixé par convention –, est identique au taux d'intérêt apparent $i = \frac{INT}{D}$ de la dette. En posant $p_k K$ le stock de capital productif tel que $p_k K = p_e E + D$, on peut définir le taux d'accumulation $\frac{I}{K}$ de la façon suivante :

$$\frac{I}{K} = (1 + \rho) \left(\frac{P}{p_k K} - i p_k K \right) \quad (3.4)$$

L'analyse du comportement d'investissement conduit à un désaccord entre Kalecki et Keynes sur son instabilité, selon López et Mott (1999). Selon ces derniers auteurs, Kalecki n'accorde que peu d'attention au concept d'efficacité marginale du capital. En effet, ce taux de rendement interne du capital et par suite le comportement d'investissement, est instable, puisqu'il dépend des conventions de rendement attendu sur lesquelles les investisseurs s'accordent. En d'autres termes, les dirigeants sont conduits à ajuster leurs décisions d'investissement sur de courtes périodes. Selon Kalecki, la décision d'investissement est au contraire une décision qui nécessite une longue période de réflexion de la part des dirigeants, qui ne peuvent ajuster rapidement leur stratégie aux fluctuations des marchés financiers. L'instabilité de l'efficacité marginale du capital que l'incertitude pesant sur les prévisions engendre, n'est pas primordiale puisque l'investissement est sujet à une certaine forme d'inertie : il dépend en effet pour l'essentiel de paramètres objectifs – i.e. que les agents observent.

En résumé, dans les travaux de Kalecki, la demande de biens en capital est stable puisqu'elle dépend pour l'essentiel d'un accélérateur de profit (Allain, 2009). Le profit courant constitue en effet un fondement fiable pour les anticipations de profits futurs. Chaque entreprise connaît par ailleurs une « frontière d'expansion financière » qui s'élargit en fonction du niveau d'autofinancement – et plus largement du profit – qui contrebalance l'incertitude.

De nombreux auteurs post-keynésiens modélisent l'investissement sur une base kaleckienne (voir par exemple Taylor (1985) ; Godley et Lavoie (2001-02) ; Hein (2007, 2010) ; Clévenot et Guy (2012)). Godley et Lavoie (2001-02) proposent une fonction kaleckienne dans le cadre d'un modèle Stock-Flux. Dans ce cadre, ils définissent l'investissement pro-

ductif à travers une équation de comportement. La formulation est la suivante :

$$\frac{I}{K} = a \cdot \frac{Rn - DIV}{K_{-1}} + b \cdot i \frac{D}{K} + c \cdot q_{-1} + d \cdot U_{-1} + e \quad (3.5)$$

Avec a, c et $d > 0$, $b < 0$, $Rn - DIV$ = autofinancement de la firme, D = dette financière, i = taux d'intérêt réel, $q = q$ de Tobin et U = taux d'utilisation des capacités.

Les auteurs complètent l'évaluation du principe du risque croissant qu'ils effectuent à travers l'introduction de l'autofinancement – qui limite le risque d'insolvabilité – par l'introduction d'une dépendance directe du taux d'accumulation aux charges d'intérêt payées.

Hein (2007) propose quant à lui une équation d'investissement directement dérivée des principes de base des travaux de Kalecki. En effet, le taux d'accumulation du capital y est défini en fonction du profit P , du taux d'intérêt i dans une formulation proche de celle de Lavoie (1992). Par ailleurs, Hein (2007) introduit une dépendance de l'investissement au taux d'utilisation des capacités U , à travers un impact supposé positif :

$$\frac{I}{K} = a + bU + c \frac{P}{Y} + di \frac{D}{p_k K} \quad (3.6)$$

Avec a, b et $c > 0$, $d < 0$, K = stock de capital productif en volume, p_k = prix d'une unité de capital, Y valeur ajoutée des entreprises et $\frac{P}{Y}$ = taux de marge des entreprises. Selon Hein (2007), le ratio $\frac{P}{Y}$ permet d'approcher la question de l'accélérateur de profit, pour une intensité capitalistique $\frac{K}{Y}$ constante¹⁶. Le terme $di \frac{D}{p_k K}$ de l'équation illustre d'une autre façon le principe du risque croissant de Kalecki (1937b).

4 L'emballlement mécanique du financement externe en période de croissance

Minsky (1975) décrit quant à lui l'investissement comme largement dépendant de l'évolution de la sphère financière, à travers un modèle à deux prix (4.1). La hausse des prix sur les marchés financiers implique en effet de manière récurrente un emballlement de l'investissement productif des entreprises, compte tenu du recul du coût du capital sur les

16. En effet, si tel est le cas, on peut assimiler le lien entre le taux de marge et le taux d'accumulation au lien qui existe entre le taux de profit $\frac{P}{K}$ et le taux d'accumulation.

marchés financiers qui en découle. À mesure que l'investissement s'envole, le risque d'insolvabilité des entreprises – la fragilité financière – s'élève (4.2). Ensuite, au plus haut point de l'emballlement, le retournement endogène des marchés révèle la fragilité financière des entreprises et provoque une chute généralisée de l'investissement (4.3).

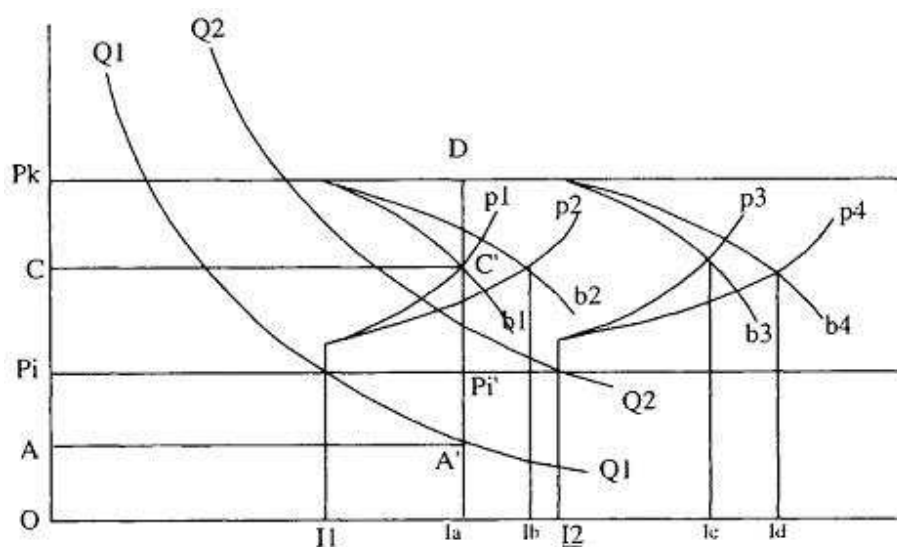
4.1 Le modèle d'investissement à deux prix de Minsky

Le modèle minskyen de l'investissement dans un cadre financiarisé est un modèle à deux prix. L'entrepreneur considère en effet le prix d'offre et le prix de demande du capital sur les marchés financiers. Le prix d'offre P_i est envisagé du point de vue des banques ou des opérateurs financiers cherchant à placer des fonds en titres de dette. Il est fondé sur le prix d'offre des biens en capital sur le marché des biens et intègre de plus les frais financiers payés pour le niveau d'endettement. Ce dernier se fixe sur la base du niveau d'investissement décidé et de l'autofinancement disponible.

Le prix de demande du capital sur les marchés financiers P_k correspond au prix que les entrepreneurs sont prêts à payer pour acquérir un bien en capital, compte tenu des profits anticipés pour le projet d'investissement considéré. Ce prix doit non seulement couvrir le prix du bien en capital acquis et les charges financières d'endettement, mais également assurer le rendement attendu par les propriétaires du capital qui dépend de la préférence pour la liquidité (PPL) des investisseurs. Minsky pose qu'à travers la quantité de monnaie disponible dans l'économie, il est possible d'appréhender la PPL des investisseurs. Minsky (1975) montre en effet que l'offre de capital sur les marchés financiers par les investisseurs dépend de la liquidité d'un actif et de la valeur accordée à la liquidité, comme c'est d'ailleurs le cas pour chaque actif dans la théorie keynésienne (Keynes, 1936 ; Wray et Tymoigne, 2008). Le prix de demande du capital productif par les entrepreneurs s'élève donc relativement au prix de la monnaie, ou de tout autre actif plus liquide que le capital fixe, à mesure que l'importance accordée à la liquidité recule. Selon Brossard (1998), l'introduction des anticipations de prix d'actifs doit être envisagée comme une alternative possible, car c'est précisément sur la base de ces anticipations que la PPL des investisseurs potentiels se fixe. Ces anticipations de valorisation des actifs fixent le rendement anticipé

de ces derniers et, par conséquent, le prix P_k que les entrepreneurs peuvent payer.

FIGURE 4 – Détermination du niveau de l'investissement dans la théorie de Minsky



Source : Brossard (1998), p. 421.

La figure 4 reprend le schéma classique de Minsky, enrichi par Brossard (1998). Soit Q_1 la capacité d'autofinancement, tel que pour un P_i donné, on a $Q_1 = P_i \cdot I_1$. D'un côté, au-delà de l'autofinancement, l'entreprise doit s'endetter, ce qui conduit le prix d'offre du capital sur les marchés financiers à augmenter de façon exponentielle. En effet, le prix d'offre du capital doit prendre en compte, en plus du prix des biens en capital, les frais financiers engendrés par l'endettement rendu nécessaire. Le prix d'offre du capital considéré par l'entrepreneur est alors p_1 , qui s'accroît en raison du principe du risque croissant de Kalecki (1937b). Selon ce dernier, puisqu'il devient de plus en plus risqué de financer un projet au-delà d'un certain montant, ce risque est répercuté par les prêteurs à travers une augmentation des taux d'intérêt.

De l'autre, tant que le niveau d'investissement est inférieur à I_1 , le prix de demande du capital P_k sur les marchés financiers que sont prêts à payer les entrepreneurs demeure stable et supérieur au prix d'offre. En effet, tout le profit revient aux actionnaires puisque l'investissement est entièrement autofinancé, de sorte que l'entrepreneur n'a pas de charges d'intérêt à payer. Au-delà de I_1 , le profit se partage entre les créanciers et les actionnaires. Compte tenu de l'accroissement des charges d'intérêt décrit plus haut, le prix de

demande du capital considéré par les entrepreneurs devient b_1 et se réduit donc de façon exponentielle. Toutefois, l'élévation du rendement attendu par les propriétaires du capital en raison d'une prime de risque revue à la hausse, devrait être à l'origine d'une chute du prix de demande de capital plus rapide que l'élévation du prix d'offre. Ce phénomène n'est cependant pas visible dans ce schéma.

Compte tenu de la comparaison que l'entrepreneur effectue entre ces deux prix, pour un montant d'autofinancement Q_1 , l'investissement finalement décidé par les entrepreneurs correspond au montant Ia . Tant que les montants investis sont inférieurs à ce dernier, une perte de rendement latente persiste pour les actionnaires. Il s'agit en réalité de faire jouer l'effet de levier, en finançant en partie l'investissement par l'endettement. En effet, la rentabilité de l'investissement continue de croître à mesure que les montants investis s'élèvent, tant que l'accroissement du risque perçu par les agents, ainsi que l'évolution du rendement attendu par les actionnaires qui en découle, ne conduisent pas à une égalisation de P_k et P_i . Dans le cas d'un montant Ia investi, la valeur de l'investissement correspond à l'aire $OIaPi'Pi$, puisque le prix d'offre du capital hors charges d'intérêt est égal à P_i . Ces charges, qui incluent le risque prêteur, sont représentées par l'aire $PiPi'C'C$. La part de l'investissement qui est autofinancée correspond, elle, à l'aire $OIaA'A$. Si les profits réalisés correspondent aux profits permettant d'assurer le rendement attendu, c'est-à-dire aux profits anticipés à travers la fixation de P_k , la valeur de l'investissement en fin de période est $OIaDPk$. Ceci implique que les actionnaires obtiennent un montant $CC'DPk$ grâce au financement par dette. Au final, il s'agit pour les actionnaires de profiter de l'effet de levier ici procuré par le projet Ia . Au-delà de Ia , l'élévation des charges d'intérêt conduit le prix de demande du capital que sont prêts à payer les entrepreneurs, à un niveau trop faible pour permettre l'investissement. Effectivement, le rendement obtenu après versement des intérêts ne permet plus d'assurer le rendement exigé par les actionnaires, le plafond d'investissement est bien Ia .

4.2 L'emballement de l'investissement engendré par l'euphorie financière

Minsky se propose de montrer que selon un tel schéma, l'investissement connaît un emballement « mécanique » lorsque les profits correspondent juste aux attentes. Pour un investissement Ia en première période, lorsque les profits réalisés sur la période correspondent exactement aux anticipations de début de période, l'autofinancement disponible en seconde période est stable à $Q1$, en revanche le risque prêteur est immédiatement revu à la baisse. Par conséquent, le prix d'offre du capital à l'équilibre s'étire de $p1$ vers $p2$. Pour les mêmes raisons, le prix de demande du capital tend à s'étirer vers le haut, de $b1$ vers $b2$. Par ailleurs, le rendement attendu des actions, soit le taux d'actualisation, se réduit compte tenu de la diminution de la prime de risque attendue par les actionnaires. Ceci est une seconde explication de l'étirement de $p1$ vers $p2$. Par conséquent, si les profits anticipés sont juste réalisés en fin de première période, l'investissement décidé à la seconde période s'accroît spontanément et devient Ib , puisque les entreprises profitent de cette évolution pour s'endetter plus et accroître leurs acquisitions de capital fixe.

Si les profits réalisés à la fin de la première période d'investissement sont supérieurs aux anticipations des entrepreneurs, l'autofinancement disponible pour la période suivante s'élève à $Q2$ au lieu de $Q1$. Le montant d'investissement qui peut être autofinancé s'accroît mécaniquement, devenant $I2$ pour un prix d'offre du capital Pi . Mais surtout, pour les mêmes raisons que dans le cas précédent, le prix d'offre du capital à l'équilibre passe à $p4$ et non $p3$ et le prix de demande du capital par les entrepreneurs $b3$ s'étire vers $b4$. L'investissement connaît une hausse considérable sur les périodes qui suivent. Effectivement, selon la loi sur la détermination des profits de Kalecki (1943), le profit global correspond à l'ensemble des dépenses des agents sur la période. Le profit des firmes découle en particulier des dépenses en capital effectuées par les firmes elles-mêmes. À partir du moment où l'investissement connaît une première accélération, les profits des firmes s'élèvent et conduisent, à la période suivante, à un nouveau sursaut de l'investissement en réduisant le risque prêteur. Après un premier flux d'investissement Ia , les entreprises optent pour un niveau d'investissement Id . En conséquence les profits explosent littéralement et par suite un boom d'investissement s'instaure.

Le niveau de profit nécessaire à la validation des anticipations et amorçant par conséquent la phase ascendante d'un emballement de l'investissement productif, est d'autant moins important que l'évaluation du risque est faible. Autrement dit, si la perception du risque sous-jacent aux projets d'investissement se réduit soudainement, un étalement de $p1$ vers $p2$ et de $b1$ vers $b2$ est possible dès la première phase d'investissement. L'investissement décidé atteint Ib dès la première période, les profits en fin de période s'élèvent et une phase minskyenne d'envolée de l'investissement prend place. Ainsi envisagé, ce modèle appuie la thèse selon laquelle un secteur porteur, le plus souvent en phase d'innovation (Kindleberger, 1978), peut conduire à une phase d'expansion économique doublée d'une bulle financière. En effet, si une telle situation renforce la confiance des investisseurs, l'évaluation du risque de crédit est nettement revue à la baisse, tout comme le rendement attendu par les propriétaires du capital. À l'inverse, une élévation de la confiance des investisseurs, quelle qu'en soit la raison, peut amorcer une période de sous-estimation du crédit et donner lieu à une phase d'emballement de l'investissement.

4.3 Le retournement des marchés financiers à l'origine de la chute de l'investissement

La phase d'emballement prend fin en raison de l'Hypothèse d'Instabilité Financière (« FIH ») de Minsky. Comme nous l'avons vu ci-dessus, l'envolée de l'investissement est permise par un accroissement du financement externe appréhendé sous l'angle de l'endettement, ce qui explique la fragilité endogène des entreprises, c'est-à-dire l'accroissement du risque de défaut de ces dernières. Dans la phase ascendante d'un cycle, c'est la réduction de la PPL des investisseurs sur les marchés financiers, en d'autres termes le recul du risque perçu par l'ensemble des investisseurs, qui engendre l'étirement de la courbe du prix de demande du capital que sont prêts à payer les entrepreneurs puisque les exigences des actionnaires se réduisent. La part du financement externe dans le bilan s'accroît.

Mais cet accroissement prend fin sous l'effet d'un retournement endogène de la PPL qui correspond à un retournement de l'opinion collective sur les marchés financiers. Par suite, le risque de crédit est réévalué à la hausse, ce qui engendre la chute de l'investisse-

ment. Dans le cadre du boom d'investissement, Minsky (1986) évoque une typologie des firmes relativement connue. Il classe les firmes en trois grandes catégories : les « saines », les « spéculatives » et les « Ponzi ». La première catégorie regroupe les entreprises qui sont à même de rembourser en toutes circonstances le capital de la dette comme les intérêts. Les firmes dites spéculatives ne peuvent payer que leurs charges d'intérêts sur la base des profits à venir à court terme et comptent sur une accélération des profits à plus long terme pour rembourser le capital. Les « Ponzi » parient sur cette dernière pour pouvoir payer à la fois le capital et les intérêts.

L'accroissement de l'autofinancement disponible, autrement dit des fonds avancés par les actionnaires, dû à la hausse des profits, correspond à un gonflement des collatéraux. La sous-estimation du risque de crédit qui en découle conduit à une période de grande confiance sur les marchés financiers, autrement dit une situation de sous-estimation de la prime de risque. C'est ainsi qu'une bulle financière apparaît. À mesure que l'emballement sur les marchés financiers progresse, la PPL recule (Brossard, 1998, 2001). Lorsque les investisseurs sur les marchés financiers commencent à avoir des doutes sur la valeur des collatéraux, la PPL se retourne et engendre une chute des prix sur les marchés financiers. Ces doutes engendrent une réévaluation du risque de crédit. Le retournement à la hausse de la PPL, autrement dit la fuite des investisseurs vers la liquidité, conduit ainsi les firmes vers un fort risque d'insolvabilité puisque le refinancement de la dette devient extrêmement difficile. Les « Ponzi » sont les premières à faire faillite ; les firmes spéculatives sont alors conduites à comprimer leurs investissements de façon à utiliser au maximum l'autofinancement pour rembourser leurs dettes. En résumé, dans le cadre minskyen, les marchés financiers peuvent être à la fois à la source de la phase ascendante d'un cycle d'investissement et de son retournement.

Conclusion

Les travaux des nouveaux keynésiens sont riches d'enseignements lorsqu'il s'agit d'analyser les liens entre le comportement des investisseurs et les stratégies de croissance des dirigeants d'entreprise. L'existence de coûts d'agence ainsi que l'analyse de la nouvelle économie keynésienne mettant en évidence la possibilité d'un rationnement du financement externe permettent en effet d'éclairer efficacement ces liens. Leur accroissement et leur atténuation au gré du cycle d'investissement sont à l'origine d'une hausse de l'ampleur de ces derniers. Comme l'explique Brossard (1998, 2001), ces analyses ne permettent toutefois pas de comprendre en quoi le comportement des investisseurs peut être à l'origine des fluctuations de l'investissement des entreprises.

Lorsque l'on admet l'existence d'une incertitude radicale sur les anticipations de profits des entrepreneurs et des investisseurs, ainsi que le rôle des conventions qui s'établissent entre les différents acteurs dans ce cadre, le diagnostic est tout autre. À ce titre, les travaux de Kalecki (1954) et la notion de frontière financière du développement de l'entreprise constituent la base de notre analyse du comportement d'investissement des entrepreneurs depuis les années 1980, que nous étudions au cours du chapitre 2. Les mécanismes que décrit Minsky (1986) nous sont enfin d'une aide cruciale pour décrire le cycle financier d'investissement que l'on observe depuis le milieu des années 1990.

CHAPITRE 2

La tendance dépressive en longue période du régime d'accumulation financiarisé

Introduction

L'évolution de l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe par les entreprises revêt un rôle crucial dans une économie capitaliste puisqu'elle est garante de la croissance économique à long terme. Si l'on suit le raisonnement keynésien sur ce point, la relative stabilité de l'ensemble des autres postes de demande fait de l'investissement des entreprises le principal déterminant du niveau d'emploi. L'investissement des entreprises recouvre deux champs principaux, à savoir l'acquisition de nouveaux biens en capital fixe – la croissance interne – et l'investissement financier qui recouvre lui-même la croissance externe et l'acquisition minoritaire de titres financiers. Nous étudions dans ce chapitre les déterminants de l'acquisition de nouveaux biens en capital fixe sur longue période, qui dépendent du

régime d'accumulation et du mode de régulation dans lesquels les entreprises évoluent.

Un certain nombre d'observateurs juge le niveau de l'investissement extrêmement bas depuis les années 1980, comparativement à la période des Trente Glorieuses. On peut évoquer à ce titre les travaux d'Aglietta (1976, postface de 1997) et de Duménil et Lévy (2004). Au début des années 2000, un rapport du Sénat (2002-2003) s'intéresse à cette question et met en avant un enjeu fondamental, à savoir le rôle que la sphère financière joue dans la détermination de l'investissement. Ce rapport évoque en effet le faible niveau du taux d'investissement durant les années 1990 – ce taux rapportant l'investissement à la valeur ajoutée des entreprises – en dépit de son redressement à la fin de la décennie et il estime que ce phénomène ne peut être expliqué sans une prise en compte des variables financières, de façon à mieux appréhender la façon dont les entreprises décident de leur stratégie d'investissement. L'auteur, M. Kergueris, évoque la question des contraintes de financement des entreprises – cadre de raisonnement nouveau keynésien –, mais aussi la question des exigences des actionnaires et de leur impact sur les décisions d'investissement des entreprises – cadre de raisonnement de l'École française de la théorie de la Régulation et post-keynésien.

Nous nous situons ici dans le second cadre d'analyse. Nous souhaitons montrer que le rythme ralenti de l'investissement depuis le début des années 1980 trouve précisément sa source dans la nouvelle gouvernance des entreprises. Cette dernière est orientée vers la satisfaction des actionnaires par le respect du principe de la valeur actionnariale, c'est-à-dire la maximisation de la richesse de l'actionnaire pris individuellement.

Les principaux objectifs de ce chapitre sont les suivants.

Le premier objectif est de montrer que la faiblesse de l'accumulation de capital fixe en France, depuis le début des années 1980, obéit à une logique macroéconomique et que la faiblesse de l'investissement des entreprises devrait s'amplifier à long terme. Une contrainte apparaît au sein du régime d'accumulation – qui réunit les conditions dans lesquelles les entreprises décident de leur stratégie d'investissement – financiarisé en France à partir du début des années 1980 et en présence d'actionnaires toujours plus actifs, au premier rang desquels les investisseurs institutionnels. Les entreprises privilégient la rentabilité de

l'investissement au détriment du niveau de l'investissement lui-même, objectif privilégié dans le régime d'accumulation fordiste durant la période des Trente Glorieuses.

Ce comportement affecte le niveau global de l'investissement d'une économie donnée. Il s'ensuit une déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation du capital qui implique une forte dépendance de la réalisation des profits à des sources de débouché autres que l'investissement, au premier rang desquelles se trouve la consommation des revenus financiers. Les entreprises distribuent en effet une part conséquente du profit qu'elles obtiennent, pourtant si les détenteurs de titres ne consomment pas une part conséquente de leurs revenus, la déception des attentes de profits des dirigeants peut conduire à amplifier la sélectivité des projets de croissance interne.

Le deuxième objectif du chapitre porte sur l'analyse du comportement de deux grandes catégories d'entreprises dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé : (i) les sociétés non financières françaises (ci-après parfois dénommées « l'ensemble des entreprises ») ; et (ii) les grands groupes non financiers cotés. Nous nous attachons à comprendre les différences et similitudes dans leur comportement d'investissement. Les groupes étant les plus susceptibles de subir la contrainte que les actionnaires imposent et évoluant par ailleurs sur un périmètre géographique mondial, d'importantes différences apparaissent. La comparaison avec le comportement de l'ensemble des entreprises en France permet ainsi d'analyser plus finement la transmission de cette contrainte financière à l'ensemble de l'économie.

Pour montrer en quoi le régime de croissance en France est tendanciellement dépressif du fait de la déconnexion qui se développe entre taux de profit et taux d'accumulation du capital fixe, nous procédons en trois étapes.

Dans une première section, nous présentons le passage du régime de croissance fordiste qui caractérise la période des Trente Glorieuses à un régime de croissance patrimonial ou financiarisé, avec le retour en force du pouvoir de l'actionnaire. Nous observons que cette dernière évolution conduit les dirigeants d'entreprise à suivre un nouvel objectif principal : le principe de la valorisation actionnariale qui repose en dernière analyse sur l'obtention d'une rentabilité financière à court terme la plus élevée possible.

Dans une deuxième section, nous montrons que du fait de ce comportement, le régime d'accumulation financiarisé est fondamentalement dépressif. Pour ce faire, nous avons recours à un modèle post-keynésien microéconomique de l'investissement, sur la base des travaux de Lavoie (1992). Compte tenu des exigences des actionnaires, les entreprises privilégient les projets d'investissement les plus rentables et de ce fait investissent peu. Dans ce cadre, la réalisation des profits dépend de la consommation de profit de la part des détenteurs de titres, de la faiblesse de l'épargne des ménages salariés ou enfin d'une importante demande extérieure ou publique. Si ces composantes de la demande sont insuffisantes pour satisfaire les anticipations des entrepreneurs, seul le financement de l'investissement des entreprises par l'endettement, qui permet un haut niveau de distribution des profits peut éviter, au-delà de la faiblesse du taux d'accumulation, son recul progressif.

Dans une troisième section, nous vérifions empiriquement la faiblesse de l'investissement des entreprises françaises dans le régime d'accumulation financiarisé relativement au régime d'accumulation fordiste. En revanche, nous observons que le taux de profit global est en moyenne très élevé. Nous montrons qu'en dépit de ce que laissent présager ces résultats, l'accroissement de la distribution de profit, inhérent au principe de la valeur actionnariale, doit être relativisé. Ceci est vrai que l'on s'intéresse à l'ensemble des entreprises ou aux groupes cotés. De façon surprenante, le rôle de la consommation des revenus financiers dans la réalisation du profit est par ailleurs limité. Il ne permet pas d'expliquer la pérennité de la déconnexion qui apparaît entre, d'une part, un taux d'accumulation des entreprises qui stagne sur longue période et, d'autre part, un taux de profit au contraire très élevé.

1 L'émergence d'un nouveau régime d'accumulation

À partir des années 1980, le régime d'accumulation financiarisé succède au régime d'accumulation fordiste en France. Nous présentons dans cette section la remise en cause du régime d'accumulation fordiste, les caractéristiques du régime d'accumulation financiarisé et la notion de valeur actionnariale qui devient, dans ce cadre, l'objectif ultime des entreprises – en particulier des entreprises cotées.

La présentation du régime de croissance fordiste et de sa crise (1.1) nous conduit à insister sur le rôle de la libéralisation financière dans l'instauration d'un nouveau régime d'accumulation. Ces réformes accroissent l'importance de la finance de marché en France au détriment de la finance de banque (1.2). Cette transformation amplifie l'influence des actionnaires sur la gouvernance des entreprises (section 1.3). L'influence des actionnaires est quant à elle à l'origine d'une transformation des stratégies de croissance que les dirigeants adoptent, puisque leur objectif principal devient dans ce cadre le respect du principe de la valeur actionnariale (1.4).

1.1 L'entrée du régime d'accumulation fordiste dans la crise des années 1970

L'accumulation de nouveaux biens d'équipement dépend du contexte de régulation dans lequel les entreprises évoluent. La principale évolution institutionnelle que nous mettons en avant porte sur la libéralisation financière et son impact sur les décisions des entreprises. Selon l'approche de l'école française de la théorie de la régulation (Aglietta, 1976), ce développement est à l'origine de l'instauration d'un nouveau régime de croissance suite à la crise du régime fordiste. Un régime de croissance est une combinaison particulière entre, d'une part, un ensemble de formes institutionnelles structurant l'économie et, d'autre part, un régime d'accumulation, c'est-à-dire une série de principes qui régit l'accumulation du capital. On peut regrouper ces dispositifs institutionnels dans cinq grandes catégories appelées formes institutionnelles : la forme de la concurrence, la forme du rapport salarial, la forme de l'adhésion au régime international, la forme du régime monétaire et la forme de l'État (Boyer, 2003). Le mode de régulation regroupe l'ensemble des dispositifs institutionnels qui conditionne le comportement des acteurs et sous-tend le régime d'accumulation.

Un régime de croissance permet une accumulation stable du capital si la complémentarité est forte entre les différentes formes institutionnelles du mode de régulation. La hiérarchie qui s'établit entre les différentes formes institutionnelles est à l'origine de la plus ou moins grande complémentarité des institutions. Cette hiérarchie dépend à la fois de l'époque et du pays considéré. Quel que soit le régime de croissance étudié, il existe une hiérarchie entre les institutions qui donne forme à un mode de régulation particulier, cette

hiérarchie découlant des rapports de force sociaux (Boyer, 2004). De ce fait, les formes du capitalisme demeurent très diverses, en fonction du compromis institutionnel établi dans chaque pays et du régime d'accumulation qui conserve ses particularités (Boyer, 2004 ; Amable, 2005).

La théorie de la régulation qualifie le régime de croissance fordiste de vertueux dans le sens où l'imbrication des différentes formes institutionnelles constitue un mode de régulation cohérent qui permet de renforcer le régime d'accumulation. Dans ce régime, le rapport salarial est la forme institutionnelle dominante (Boyer et Saillard, 2002). Au lendemain de la Seconde Guerre Mondiale, il se met en effet en place un compromis entre capital et travail, qui s'appuie sur une répartition équilibrée des gains de productivité entre profits et salaires. Les salaires réels augmentent parallèlement à la productivité du travail. Du fait de l'indexation des salaires nominaux sur les prix grâce à la négociation collective facilitée par l'Etat, les entreprises sont amenées à accroître leurs prix de façon à maintenir leurs marges. Ceci leur est possible parce que la concurrence est relativement limitée (Aglietta, 1998). L'accroissement régulier des salaires permet une élévation de la demande au même rythme que la production.

Au début des années 1970, les gains de productivité s'épuisent et le régime de croissance fordiste entre en crise. Compte tenu de l'indexation des salaires sur les prix et du ralentissement de la production, des tensions sur l'offre apparaissent et l'inflation s'accélère. Ces éléments réduisent les marges des entreprises et le partage de la valeur ajoutée évolue en très nette défaveur des profits, les chocs pétroliers de 1973 et de 1979 amplifiant largement ce mouvement.

En réaction à cela, les pouvoirs publics réorientent les politiques économiques à la fin des années 1970 et organisent la libéralisation des marchés financiers dans le but de redonner du pouvoir aux créanciers. La première mesure et par ailleurs la plus marquante est celle du durcissement de la politique monétaire aux États-Unis dès 1979, qu'orchestre le président de la Réserve fédérale, Paul Volcker. Les pays européens suivront peu après le même chemin. Ces mesures doivent permettre de basculer d'un régime dans lequel l'inflation dévalorise les dettes et allège les charges financières des emprunteurs, à un régime qui

soutient les revenus des créanciers et renforce leur pouvoir dans le financement de l'économie (Aglietta et Rebérioux, 2004a). C'est à la même période que les grandes réformes de la finance prennent place et conduisent à la globalisation des marchés financiers.

1.2 La transition vers un nouveau régime d'accumulation au cours des années 1980

Bourguinat (1992) répartit les évolutions sur les marchés financiers selon trois grandes catégories : la déréglementation, le découloisonnement et la désintermédiation. La déréglementation regroupe (i) la suppression des règles concernant les activités bancaires et leur prix et (ii) la suppression du contrôle des changes. Le découloisonnement réduit la distinction entre les différents marchés financiers et monétaire, autorise et facilite l'intervention d'acteurs non financiers sur l'ensemble de ces marchés. La désintermédiation décrit quant à elle le phénomène selon lequel le financement de l'activité des agents passe davantage par les marchés financiers – émission de titres – que par les banques. Ces réformes doivent notamment conduire à un accroissement de la liquidité des marchés financiers, c'est-à-dire la capacité qu'ont les opérateurs financiers à se séparer de leurs titres sans perte.

À partir des années 1980, l'économie française est dominée par la finance de marché, au détriment de la finance de banque. En d'autres termes, les agents financent leurs activités par l'émission de titres sur les marchés financiers au détriment des crédits bancaires (Mazier, 1999 ; Plihon, 2009). Les marchés financiers deviennent plus « profonds » puisque la capitalisation boursière s'accroît, bien aidée en cela par la privatisation ou l'ouverture du capital d'un certain nombre d'entreprises publiques, lancées en deux vagues principales en 1986 et 1993. L'Acte unique européen et la création de l'Union Economique et Monétaire ont par ailleurs largement contribué à la transformation et au développement des marchés financiers (Coriat, 2008).

C'est à la suite de ces réformes que le financement bancaire des entreprises se réduit au profit d'un financement de marché. L'importance du crédit bancaire dans le financement externe des agents non financiers chute ainsi de 71% en 1978 à 41% en 2001 et cette évolution exerce une pression baissière sur les profits des banques (Scialom, 2007). Deux grands

trains de réformes, en 1984 puis en 1996¹, permettent aux banques de trouver de nouvelles sources de revenus à travers leur évolution vers le modèle de « banque universelle ». Ces nouvelles règles élargissent le champs d'activité des banques au-delà de leur activité traditionnelle de crédit, puisqu'elles peuvent se déployer sur les marchés financiers. Comme l'expliquent Mishkin *et al.* (2010), elles « financiarisent » profondément leur bilan afin de rétablir leurs profits très entamés par le recul des activités de crédit. Elles procèdent en effet à des activités de *trading*, de gestion d'actifs pour le compte de tiers, ou de conseils en placement aux épargnants (Bellon et Pastré, 2004a,b). Autrement dit, leur activité devient de plus en dépendante de l'évolution des marchés financiers. Les banques deviennent un acteur majeur des marchés financiers et conservent une place cruciale dans le financement de l'économie, notamment du fait de leur rôle dans l'évaluation interne du risque que porte l'entreprise en recherche de financement (Aglietta, 2008).

1.3 La libéralisation financière et l'instauration d'un nouveau modèle de gouvernance des entreprises

La libéralisation financière et l'importance croissante de la finance de marché qui en découle au début des années 1980 sont à l'origine d'un bouleversement de la hiérarchie des formes institutionnelles – *i.e.* du mode de régulation – en mettant au premier rang la question de l'insertion dans l'économie internationale (1.3.1). L'évolution du mode de régulation contribue quant à elle à transformer le régime d'accumulation dans le sens de la primauté de l'intérêt de l'actionnaire (1.3.2).

1.3.1 Le régime international domine la hiérarchie des formes institutionnelles

L'internationalisation des marchés, en particulier financiers, implique une évolution de l'ensemble des autres formes institutionnelles. À partir des années 1980 en effet, les grandes entreprises déploient leur production à l'échelle mondiale et recherchent des financements sur les marchés financiers de différents pays (Boyer, 2003). Sur le plan politique, l'approfondissement de zones commerciales régionales tel que le Marché Unique contribue au

1. La réforme du système bancaire de 1984 porte sur la définition des établissements de crédit autorisés à développer des activités de marché en sus de l'activité de création monétaire. La loi de 1996 complète celle de 1984. Elle crée les entreprises d'investissement qui n'exercent que des métiers du titre et élargit les compétences des établissements de crédit en la matière en définissant de fait le principe de la banque universelle (Mishkin *et al.*, 2010)

développement des échanges internationaux. De ce fait, la concurrence internationale à laquelle les entreprises sont confrontées s'intensifie.

Les marchés financiers, devenus internationaux, exercent dorénavant une influence sur le régime monétaire. En effet, dans ce cadre, la politique monétaire vise en priorité le contrôle de l'inflation dans le but de maintenir le pouvoir d'achat des investisseurs. Le rôle de l'État dans l'économie évoluera par la suite considérablement, puisque l'on passe d'un État au comportement keynésien à un État moins interventionniste quant à la politique budgétaire, du fait de la dépendance de ses charges d'endettement à l'évaluation des marchés financiers internationaux.

Le rapport salarial est lui aussi profondément modifié. Comme nous le précisons ci-dessous, les évolutions boursières ont désormais un impact sur les décisions d'investissement des firmes, les dirigeants perçoivent de ce fait la protection sociale des salariés et l'indexation des salaires sur l'inflation comme des rigidités qu'il faut remettre en cause. Les entreprises sont subordonnées aux exigences de rendement des actionnaires, mais imposent une forme de flexibilité aux salariés. Ces derniers subissent une flexibilisation croissante des salaires, en particulier suite aux politiques de désinflation compétitive en France lancées en 1983 (Mazier, 1999). Aglietta (1998) désigne le régime d'accumulation financiarisé sous le terme de « patrimonial » en raison de l'impact que la variation du prix des actifs sur les marchés financiers a sur les décisions d'investissement des entreprises, sur leurs méthodes de gestion, ainsi que sur l'arbitrage que les ménages effectuent entre consommation et épargne.

Compte tenu de la désindexation des salaires réels sur la productivité, l'une des conditions de la cohérence entre régime d'accumulation et mode de régulation porte sur le complément de revenu dont les ménages bénéficient par le biais des revenus financiers et qui doit leur permettre de maintenir leur consommation à un haut niveau (Aglietta, 1998). Les effets de richesse, c'est-à-dire l'impact de l'évolution de la valeur du patrimoine sur la demande, peuvent aussi jouer ce rôle. En particulier, l'accroissement de la richesse des ménages leur donne un accès plus important au crédit et renforce leur consommation par ce biais (Boyer, 2009).

1.3.2 La gouvernance des firmes dans le capitalisme financiarisé

La transformation du mode de régulation a un impact conséquent sur le régime d'accumulation. La montée en puissance de la finance de marché dans l'ensemble des pays occidentaux modifie profondément le régime d'accumulation et notamment la gouvernance des entreprises (Boyer, 2004). La structure de la propriété du capital évolue nettement vers une présence accrue d'investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises (Aglietta et Rebérioux, 2004). Selon Aglietta (1976), le groupe d'investisseurs qui parvient à infléchir la stratégie des firmes dans son intérêt en obtenant la majorité des voix à l'assemblée générale détient ce qu'il dénomme le « contrôle de propriété ». Ceci est vrai, que le groupe d'investisseurs en question soit composé de créanciers ou d'actionnaires. L'auteur définit ce groupe selon son influence, qui est telle que les dirigeants décident de la politique d'investissement, de financement et de redistribution des profits dans le but de contenter les agents qui composent ce groupe. Trois grands types de « contrôle de propriété » peuvent coexister dans une économie nationale et dépendent directement du mode de financement des entreprises.

Les trois types principaux de contrôle de propriété sont (i) le « contrôle par la dette » ; (ii) le « contrôle par les actionnaires par l'intermédiaire du marché boursier » ; et (iii) le « contrôle strict par les actionnaires » (Aglietta, 2008). À chaque type de contrôle de propriété correspond un régime de gouvernance.

La gouvernance des entreprises dépend en réalité de l'influence relative des groupes d'intérêt qui dominent chaque forme de « contrôle » (Aglietta et Breton, 2001 ; Aglietta et Rebérioux, 2004a). Le contrôle par la dette concerne en priorité les économies d'endettement – ou économie dominée par la finance de banque. Au premier rang d'entre elles, on peut citer le Japon et l'Allemagne. Dans un tel régime, les banques s'intéressent essentiellement à la solvabilité de l'entreprise qui correspond à sa capacité à rembourser ses dettes. Elles l'évaluent à partir d'informations fournies par l'entreprise elle-même et déterminent ensuite les écarts de taux correspondants. Dans les pays cités, les banques sont à la fois actionnaires et créancières des entreprises et sont donc présentes au conseil de surveillance (Orléan, 1999). L'objectif essentiel des entreprises dans ce cadre consiste à maximiser la croissance à long terme et repose sur des projets ambitieux de croissance

interne. Les dirigeants conservent d'importantes marges de manœuvre en matière d'utilisation du *cash-flow*. Cependant, même en Allemagne, le contrôle de propriété évolue vers une influence prépondérante des actionnaires sur la stratégie des firmes, notamment du fait du développement du marché boursier (Lantenois, 2010).

Lorsque les créanciers n'exercent pas le contrôle de propriété, c'est une catégorie d'actionnaires qui le détient, qu'il s'agisse d'actionnaires minoritaires ou majoritaires.

Les actionnaires minoritaires peuvent exercer une influence indirecte sur la stratégie de la firme en faisant peser la menace d'OPA sur les dirigeants, il s'agit dans ce cas d'un capitalisme de type prédateur. L'actionnariat est très dispersé, mais les actionnaires minoritaires font entendre leur voix par la menace d'OPA qui pèse en permanence sur les entreprises. L'objectif devient la maximisation du cours boursier, puisque l'enchérissement du prix des actions réduit la menace de rachat sur le marché du contrôle et accroît par la même occasion la richesse des actionnaires. Dans ce cadre, la stratégie de croissance des entreprises est largement orientée vers la croissance externe au détriment de la croissance interne, les dirigeants cherchant à accroître rapidement la valeur boursière de la firme.

Un groupe d'actionnaires au portefeuille diversifié peut aussi parvenir à exercer son influence sur la stratégie des firmes, on est alors dans le cas d'un capitalisme de type patrimonial ou financiarisé. Un tel groupe d'actionnaires est « un noyau de détenteurs de fonds propres relativement stable » (Aglietta et Breton, 2001). Aglietta (2001, 2008) désigne le type d'influence que ce groupe exerce sur l'entreprise sous le terme de « contrôle strict » ou « contrôle direct ». Ces groupes d'actionnaires sont essentiellement des investisseurs institutionnels qui, dans le but d'exercer une influence sur la stratégie des firmes, imposent des chartes de gouvernance aux dirigeants d'entreprise. L'objectif de ces chartes est d'orienter les décisions des dirigeants dans le sens d'une optimisation du rendement financier de l'entreprise et de conduire notamment à la transmission de toute l'information que les investisseurs souhaitent. La finalité de ces règles est de permettre la réalisation d'audits de gestion, sur la base d'une comparaison des résultats avec ceux d'autres entreprises cotées. Si les dirigeants ne respectent pas ces contraintes, la stratégie des investisseurs institutionnels se résume à l'« *exit* », c'est-à-dire à une sortie du capital de l'entreprise (Batsch, 1999, 2002). Pour cette raison, l'accumulation du capital est subordonnée à la valorisation de la

firme sur les marchés boursiers et à la maximisation de la rentabilité financière, comme elle l'est dans le cadre du contrôle de propriété exercé par les actionnaires minoritaires.

1.4 La valeur actionnariale comme variable stratégique dans la croissance des entreprises

Durant la période fordiste, la domination du mode de régulation par le rapport salarial accorde une certaine liberté aux dirigeants en ce qui concerne la détermination des stratégies de croissance. Les *managers* sont contraints en matière de salaires et de recrutement par le système de protection sociale et les conventions collectives. En revanche, le faible développement des marchés financiers leur permet d'opter pour une stratégie essentiellement tournée vers la maximisation de la croissance de l'entreprise. Dans le régime d'accumulation financiarisé, les exigences actionnariales contraignent l'accumulation du capital. Les dirigeants transforment leur mode de gestion de l'entreprise – mode de gouvernance – pour se conformer à une contrainte particulière : le principe de la valeur actionnariale (Aglietta et Rebérioux, 2004a). La communauté des investisseurs sur les marchés financiers impose aux entreprises cette contrainte forte qui correspond à la valorisation de leur richesse, c'est-à-dire à la maximisation des « flux actualisés des dividendes futurs »².

Le poids des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises et la similarité de leurs exigences sont à l'origine du changement de gouvernance qui engendre un changement dans la stratégie des entreprises (Batsch, 1999, 2002). Puisque les actionnaires sont propriétaires du capital social de l'entreprise, la gestion de l'entreprise doit se focaliser sur leur intérêt. La notion de « souveraineté actionnariale », qui recouvre cette tendance de gestion, prend peu à peu de l'importance à partir des années 1980 (Aglietta et Rebérioux, 2004a)³. Ce comportement caractérise la majorité des entreprises cotées dans le régime d'accumulation financiarisé, par opposition à la prise en compte de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise dans le régime d'accumulation fordiste.

Puisqu'il est impossible aux dirigeants de prévoir les flux de revenus futurs, ils sont amenés à maximiser la valeur des actions (Aglietta et Berrebi, 2007). La valeur fondamen-

2. Aglietta et Berrebi (2007), p. 35.

3. Aglietta et Rebérioux (2004a), p. 23.

tale des actions sur les marchés boursiers est en effet égale à l'anticipation de la somme des revenus futurs destinés à l'actionnaire, actualisée par le taux de rendement minimum exigé par les marchés financiers pour le niveau de risque considéré rf^* .

La trésorerie destinée à l'actionnaire regroupe, d'une part, les dividendes et les rachats d'actions et, d'autre part, la part de l'autofinancement dévouée au financement de l'investissement⁴ (Batsch, 1999). Ces flux de trésorerie représentent ce qui reste du produit de la vente après la rémunération de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, à l'exception des actionnaires. Ils appartiennent à ces derniers en tant que propriétaires du capital social.

On pose ici l'hypothèse que le résultat net au flux de trésorerie destiné aux actionnaires, soit : $Rn = DIV + AUT$ ⁵, avec DIV dividendes versés et AUT autofinancement disponible. La valeur actionnariale V est définie comme la somme actualisée des résultats nets anticipés sur un horizon infini et la maximisation de la valeur actionnariale de l'entreprise revient à maximiser la valeur de l'entreprise (Aglietta et Berrebi, 2007). Par définition, la valeur fondamentale V des actions d'une entreprise est telle que :

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Rn_t^*}{(1 + rf^*)^t}$$

Avec Rn^* = résultat net anticipé de l'entreprise et rf^* = rentabilité minimum exigée par les actionnaires sur les actions compte tenu du risque propre à l'entreprise et du risque sur le marché considéré. Le taux de rendement exigé par les actionnaires (rf^*) est défini par le Modèle Standard d'évaluation des Actifs Financiers (MEDAF). Il s'agit du taux de rendement attendu par les investisseurs, qui assure l'équilibre sur les marchés financiers, c'est-à-dire qu'il est susceptible de compenser les risques inhérents à la détention de titres financiers.

On peut assimiler les flux de trésorerie destinés à l'actionnaire à une charge de l'entreprise, destinée aux agents ayant apporté des fonds sous forme d'achat d'actions. La notion de valeur actionnariale revêt de ce fait une double dimension temporelle : présente et future. L'entreprise ne peut en effet maximiser le versement de dividendes aux actionnaires sans

4. L'autofinancement finance à la fois les rachats d'actions, l'investissement et le désendettement. Le résultat net est quant à lui égal à la somme des dividendes versés et de l'autofinancement.

5. Dans le cadre de la comptabilité d'entreprise, ceci est vrai lorsque l'on retire au résultat net les charges et produits calculés, ainsi que la variation du besoin en fonds de roulement.

le faire au détriment de l'autofinancement de l'investissement. La réduction de la part de l'autofinancement dans le profit réduit l'espérance d'une croissance future de l'entreprise et d'un accroissement du flux de trésorerie à venir. Les dirigeants d'entreprise opèrent de ce fait un arbitrage dans le partage du résultat de l'entreprise, entre une distribution élevée de dividendes (trésorerie versée immédiatement aux actionnaires) et la conservation d'une capacité d'autofinancement qui garantit l'obtention d'un revenu sur le long terme.

On distingue la notion de rentabilité financière exigée par les actionnaires pour un niveau de risque donné (rf^*) et la notion de rentabilité financière en courte période (rf) que les dirigeants d'entreprise cherchent à obtenir. La norme de la valeur actionnariale conduit au final les dirigeants à maximiser la rentabilité financière obtenue à court terme (rf). Ce dernier ratio rapporte le résultat net comptable disponible après paiement de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, à l'exception des actionnaires, aux fonds apportés par ces derniers.

Dans ce contexte, il convient d'expliquer l'existence d'un paradoxe apparent entre, d'une part, la recherche d'une rentabilité de court terme (rf) la plus élevée possible et, d'autre part, le recul qui en découle de la rentabilité financière exigée par les actionnaires (rf^*) – et l'élévation de la valeur des actions qui s'ensuit. Pour obtenir une meilleure valorisation des actifs sur les marchés financiers, les dirigeants recherchent le taux de rendement rf le plus élevé possible, qui s'applique à court terme en tant qu'objectif de gestion de l'entreprise. En dernière analyse, les dirigeants maximisent la valeur actionnariale pour un taux de rendement attendu rf^* sur les marchés financiers par le biais de la maximisation des flux de revenus attendus (Rn) de période en période.

Lorsque l'entreprise parvient à dégager une rentabilité financière à court terme rf élevée, de période en période, les investisseurs financiers sont incités à revoir à la hausse leurs anticipations de profit. Par suite, ils révisent à la baisse la prime de risque sur les actions et la rentabilité financière anticipée (rf^*), ce qui a pour effet d'accroître la valeur des actions sur les marchés.

Ce comportement a des contreparties macroéconomiques concernant la capacité d'un régime d'accumulation financiarisé à créer des débouchés permettant l'écoulement de la production des entreprises et la réalisation d'un profit. Nous décrivons ces conséquences au cours de la section suivante.

2 La déconnexion entre le taux de profit et le taux d'accumulation au cœur de la contrainte de bouclage du régime d'accumulation financiarisé

Dans le régime d'accumulation financiarisé, on observe un changement de stratégie des entreprises dont l'objectif est la maximisation de la valeur actionnariale. Ce comportement pose question du point de vue de la réalisation des profits, c'est-à-dire du point de vue de la contrainte de bouclage par la demande qui détermine la réalisation de la production et fait apparaître le profit monétaire. Les exigences de rentabilité doivent trouver des contreparties en matière de demande des agents économiques. Lorsque la valeur pour l'actionnaire est l'objectif essentiel des firmes, la réalisation de leurs profits devient dépendante des dépenses de consommation des détenteurs de titres financiers. Nous montrons par ailleurs que lorsque ces dépenses ne permettent pas de valider les attentes de profits des entrepreneurs, le maintien d'un haut niveau d'investissement dépend de façon prépondérante du comportement d'épargne des ménages salariés et de l'endettement des entreprises.

Nous décrivons dans un premier temps le modèle post-keynésien de décision d'investissement des firmes (2.1) pour montrer en quoi le principe de maximisation de la valeur actionnariale est à l'origine du rejet d'un grand nombre de projets d'investissement, compte tenu des conditions de réalisation du profit global que nous introduisons dans un deuxième temps (2.2). Nous montrons dans un troisième temps que la demande publique et la demande extérieure peuvent limiter la sélectivité de l'investissement dans un tel régime (2.3). Les résultats auxquels nous parvenons apparaissent très proches de ceux qui sont issus des travaux de Dallery (2009).

2.1 Le taux d'accumulation du capital contraint par l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale

Pour montrer comment les entreprises déterminent leur stratégie d'accumulation lorsque leur objectif principal est de maximiser la valeur pour l'actionnaire, nous partons du modèle

de réalisation des profits de Kalecki (1954) et du modèle microéconomique de détermination de la croissance interne de Marris (1964). D'une manière générale, la décision d'investissement des firmes obéit à deux contraintes sur le plan microéconomique, désignées sous les termes de frontière d'expansion et de frontière financière (Lavoie, 1992, 2004).

Pour un projet d'investissement donné, comme le montre la figure 1, la frontière d'expansion indique le « taux de profit attendu » $\widehat{re} = \frac{\widehat{Pn}}{K}$ pour chaque taux d'accumulation du capital g , avec \widehat{Pn} profit net attendu, $K = D + E$ capital engagé, D dette bancaire souscrite et E fonds propres de l'entreprise. Il s'agit d'une anticipation de rentabilité de la part des entrepreneurs. Cette rentabilité économique attendue est croissante en fonction du taux d'accumulation jusqu'à un certain niveau puis décroît en raison des difficultés d'organisation dues à la croissance de l'entreprise. C'est l'intégration des nouveaux salariés dans le processus de production qui est en cause. Dans ce cadre, il n'existe pas de limite absolue à la taille de la firme comme dans le modèle néo-classique en raison de rendements d'échelle décroissants, mais une limite en termes de croissance (Marris, 1964 ; Wood, 1975).

La frontière financière représente, quant à elle, le « taux de profit retenu » défini par le rapport entre l'autofinancement et le stock de capital engagé⁶, qui est nécessaire à l'entreprise pour financer le taux d'accumulation décidé. Ceci signifie que pour un projet d'investissement donné, à chaque niveau de croissance correspond un « taux de profit retenu » minimum sans lequel l'investissement serait impossible, en raison de la limite que les banques imposent en terme d'endettement. On retrouve ici le principe du risque croissant de Kalecki (1937b).

En résumé, ce modèle d'investissement prend en compte deux contraintes que les entreprises subissent en permanence, quel que soit l'objectif qu'elles visent à long terme. En premier lieu, l'autofinancement est la seule source de financement en provenance des actionnaires qui est prise en compte et l'on pose $AUT = \Delta E$. L'autofinancement est tel que $AUT = Rn - DIV$, \widehat{Rn} correspondant au résultat net attendu de l'entreprise – avec $\widehat{Rn} = \widehat{Pn} - INT$ – et DIV aux dividendes versés. Le résultat net contient donc l'intégralité des flux de trésorerie destinés à l'actionnaire. En second lieu, le taux d'endettement acceptable pour un taux d'accumulation donné dépend du principe du risque croissant de

6. Le « taux de profit retenu » ne doit donc pas être confondu avec le taux de distribution des profits, qui rapporte quant à lui le profit distribué au total du profit de l'entreprise.

Cas 1

Taux de profit (en %)

\widehat{re}_{Max}

$\rho/(1+\rho) \cdot i$

$\rho/(1+\rho) \cdot i$

Pd_1/K_1

\widehat{re}

$AUT/K = g/(1+\rho)$

Div_2/K_2

$\rho/(1+\rho) \cdot i$

$1/(1+\rho)rf$

Aut_2/K_2

Aut_1/K_1

Aut_3/K_3

Taux d'accumulation (en %) g

g_{DIV} g_{MSF} g_{Max}

g_{MSF} : Taux d'accumulation correspondant à la maximisation de la valeur actionnariale

\widehat{re} : rentabilité économique attendue pour g

Aut : autofinancement

rf : rentabilité financière attendue

K : stock de capital fixe

Pd : profits distribués

ρ : ratio de l'endettement et de l'autofinancement

Div : dividendes distribués

i : taux d'intérêt

Lorsqu'une entreprise recherche un financement pour un montant d'investissement donné, elle peut combiner autofinancement et endettement. Le volume d'emprunt possible augmente à mesure que l'autofinancement envisagé s'accroît, ce qui majore par conséquent le niveau d'investissement qui peut être financé. On peut alors déterminer la frontière financière. On pose tout d'abord que l'investissement I est égal aux flux des deux sources de financement possibles, l'endettement et l'autofinancement :

$$I = AUT + \Delta D$$

$$I = AUT + \rho AUT$$

En divisant chaque côté de l'équation par K , pour pouvoir raisonner en terme de taux d'accumulation g et de taux de profit, on obtient la frontière financière de croissance pour une entreprise :

$$\frac{I}{K} = (1 + \rho) \left(\frac{AUT}{K} \right)$$

$$\frac{AUT}{K} = \frac{g}{1 + \rho} \quad (2.1)$$

Cette frontière est représentée par une droite de pente croissante sur la figure 1. Pour un niveau d'accumulation donné, le « taux de profit retenu » correspond à l'écart entre la frontière financière et l'abscisse. C'est pourquoi, pour un taux d'accumulation g_{MSV} (cas 1), le ratio de l'autofinancement sur le capital engagé est $\frac{AUT_1}{K_1}$. Le « taux de profit attendu » est maximisé à l'ordonnée de la courbe \widehat{re} pour le taux d'accumulation considéré, soit \widehat{re}_{Max} pour le cas 1. Quel que soit le taux d'accumulation, le taux de profit distribué (soit la somme des intérêts et dividendes versés rapportée au capital engagé K) est représenté par l'écart entre la courbe du taux de profit attendu et celle du taux de profit retenu nécessaire à l'investissement. Pour le cas 1, le taux de profit distribué correspond donc à $\frac{Pd_1}{K_1}$. Pour un taux d'intérêt $i = \frac{INT}{D}$ fixé et indépendant du niveau d'accumulation, on peut décomposer le taux de profit attendu entre ses deux destinations, à savoir la part destinée aux charges d'intérêts et celle destinée à la rémunération des actionnaires⁷. On a en effet :

$$\widehat{re} = \frac{\rho}{1 + \rho} i + \frac{1}{1 + \rho} \widehat{rf} \quad (2.2)$$

Avec $\widehat{rf} = \frac{Rn}{E}$, rentabilité financière attendue.

L'entreprise est confrontée à une double contrainte : (i) une contrainte de rendement en fonction de son taux de croissance et (ii) une contrainte de financement en fonction de ses capacités d'endettement, quel que soit son objectif de long terme. Les entrepreneurs choisissent le taux d'accumulation sur la base de ces contraintes, pour un taux d'endettement maximum admis par les banques et fixé à l'avance. L'essentiel de l'arbitrage s'opère entre un objectif de croissance maximum – g_{Max} sur la figure 1 – et une maximisation du « taux de profit attendu » (\widehat{re}). Le taux d'accumulation g_{Max} est déterminé de façon à ce

7. Tous les calculs sont dans l'annexe A.2.

que le « taux de profit attendu » permette à la fois le versement des charges d'intérêts dues pour le taux d'endettement ρ (soit $\frac{\rho}{1+\rho}i$) et le respect du « taux de profit retenu » assurant l'autofinancement de l'investissement ($\frac{AUT_3}{K_3}$).

Dans les théories post-keynésiennes, l'objectif des entreprises n'est pas la maximisation du profit, mais l'obtention d'un pouvoir sur leur marché (Galbraith, 1975 ; Lavoie, 2004) et ce, que les dirigeants d'entreprise soient ou non sous le contrôle de leurs actionnaires (Lavoie, 1992). Dans ce cadre, l'objectif majeur devient le taux de croissance de l'entreprise le plus élevé possible, c'est-à-dire le taux d'accumulation g_{Max} sur la figure 1.

Dans le cadre du capitalisme financiarisé, nous posons quant à nous l'hypothèse que l'objectif ultime des entreprises est celui de la maximisation de la valeur actionnariale. Il s'agit en particulier d'obtenir la rentabilité financière la plus élevée possible, c'est-à-dire permettant de maximiser le résultat net appartenant à l'actionnaire \widehat{Rn} (avec $\widehat{Rn} = AUT + DIV$). L'objectif des entrepreneurs devient g_{MSV} car c'est ce taux d'accumulation qui permet d'espérer le taux de profit le plus élevé. Or, pour un taux d'intérêt i fixe, l'élément $\frac{1}{1+\rho}\widehat{rf}$ est lui aussi maximisé en g_{MSV} . En revanche, la maximisation des dividendes ($DIV = \widehat{Rn} - AUT$) distribués à l'actionnaire $\frac{DIV_2}{K_2}$ correspond au taux d'accumulation g_{DIV} . Cependant, la rentabilité financière est inférieure en ce point par rapport au taux d'accumulation g_{MSV} . Et ce n'est pas ce niveau d'accumulation qui sera choisi, puisque la maximisation de la valeur actionnariale ne se réduit pas à l'objectif de maximisation de la distribution de dividendes.

2.2 Le paiement de revenus financiers importants et la contrainte pesant sur la réalisation du profit des entreprises

Nous montrons dans cette section que le versement d'importants revenus financiers tend à limiter les possibilités de réalisation du profit des entreprises. Pour ce faire, nous précisons ci-dessous l'importance de la consommation du profit distribué dans la réalisation du taux de profit (2.2.1) puis les conditions d'équilibre du modèle (2.2.2). Nous décrivons enfin les sources macroéconomiques de réalisation de la rentabilité financière, ratio que les dirigeants cherchent à maximiser sous l'influence des actionnaires (2.2.3).

2.2.1 Le rôle de la consommation du profit distribué dans la réalisation du taux de profit

Pour appréhender les conséquences macroéconomiques du régime d'accumulation financiarisé, il convient de garder à l'esprit les conditions de formation du « taux de profit distribué » $\frac{Pd}{K}$ et ce qu'il recouvre. La part du « taux de profit attendu » $\hat{r}\hat{e}$ qui n'est pas réservée à l'autofinancement correspond par définition à la somme des charges d'intérêts et des dividendes versés rapportée au stock de capital engagé. La distribution de profit est bien plus élevée pour le taux d'accumulation g_{MSV} que pour le taux d'accumulation maximum g_{Max} . Par conséquent, lorsque les dirigeants recherchent la maximisation de la valeur actionnariale, la distribution de profit s'élève fortement. Cette distribution s'effectue sous forme d'intérêts à destination des créanciers et de dividendes à destination des actionnaires. Sur le plan macroéconomique, c'est la réalisation des profits qui pose question lorsque toutes les entreprises se conforment à ces exigences. En effet, selon la loi de Kalecki (1954) en économie fermée, on a :

$$\begin{aligned} Y &= P + W = C_H + I + C_P \\ P &= I + c_P(DIV + INT) - S_H \end{aligned}$$

Soit :

$$P = I + c_P Pd - S_H \quad (2.3)$$

Avec P profit global, Y valeur ajoutée réalisée par l'ensemble des entreprises, W masse des salaires versés, C_H consommation des ménages salariés, C_P consommation des détenteurs de titres financiers ou consommation de profit, S_H épargne des ménages et c_P propension des détenteurs de titres à consommer le profit distribué. L'équation (2.3) signifie que le profit global en économie fermée est égal à la somme des dépenses de consommation des détenteurs de titres et de la demande de biens d'équipement, diminuée de l'épargne des ménages. Si l'on pose que les ménages consomment intégralement leur revenu et que l'on divise chaque terme de l'équation par K , on obtient une égalité entre le taux de profit d'une part et la somme du taux d'accumulation et du taux de profit distribué pondéré par la propension à consommer des détenteurs de titres financiers d'autre part :

$$\frac{P}{K} = \frac{I}{K} + c_P \frac{Pd}{K}$$

Avec $s_P = \frac{S_W}{Y} = 0$.

Soit, avec $s_P = 1 - c_P$ épargne des détenteurs de titres et re taux de profit global constaté :

$$re = g + (1 - s_P) \frac{Pd}{K} \quad (2.4)$$

L'équation (2.4) indique que le taux de profit dépend en particulier de la consommation de profit distribué. Le bouclage macroéconomique du régime d'accumulation financiarisé pose problème dans le sens où la distribution de profit et notamment la distribution de dividendes est élevée. Si la consommation de profit distribué n'est pas totale – cette consommation est totale pour une propension c_P unitaire –, les entreprises subissent une limite à la réalisation du taux de profit attendu \hat{re} car le taux de profit global ne dépasse que difficilement le taux d'accumulation. En repartant du modèle microéconomique et de l'équation (2.1), on obtient la définition suivante du taux de profit distribué pour chaque entreprise :

$$\frac{Pd}{K} = \hat{re} - \frac{1}{1 + \rho} g \quad (2.5)$$

On généralise ensuite cette dernière définition à l'ensemble de l'économie étudiée, en supposant que le taux de profit attendu \hat{re} est le taux de profit attendu pour la moyenne des projets d'investissement lancés, g et ρ des ratios moyens pour l'ensemble des firmes de l'économie. Compte tenu de la définition sur le plan macroéconomique du taux de profit $re = \frac{P}{K}$ vue avec l'équation (2.4), on a alors :

$$re = g + (1 - s_P) \left(\hat{re} - \frac{1}{1 + \rho} g \right) \quad (2.6)$$

2.2.2 Conditions d'équilibre du modèle et pression sur le financement de l'investissement par endettement dans le régime d'accumulation financiarisé

D'après l'équation (2.6), le taux de profit global constaté dans l'économie est égal à la somme du taux d'accumulation et de la part consommée du profit distribué, sachant que ce dernier correspond à la différence entre le taux de profit attendu en moyenne par les entreprises \hat{re} et le ratio de l'autofinancement sur le capital engagé, soit $\frac{1}{1 + \rho} g$. La stabilité du régime d'accumulation est assurée lorsque les dirigeants d'entreprise anticipent parfaitement les profits. Lorsque tel est le cas, les entrepreneurs n'ont pas de raison de modifier leur stratégie en devenant plus exigeants en terme de rentabilité attendue, ou au contraire, en cherchant une croissance plus importante puisqu'il ne semble pas y avoir

d'intérêt particulier à cela. La condition d'équilibre du modèle qui permet une telle situation porte sur le taux d'endettement que les firmes choisissent et est telle que :

$$\rho = \frac{\widehat{r}e - g}{\frac{g}{s_P} - \widehat{r}e} \quad (2.7)$$

On voit immédiatement que des attentes élevées de taux de profit par les entrepreneurs exercent une pression à la hausse sur le taux d'endettement minimum qui permet la réalisation des anticipations de profit et la stabilité du régime d'accumulation. De même, un faible taux d'accumulation accroît la pression sur ce taux d'endettement minimum, alors que le recul du taux d'épargne des profits distribués l'allège.

Si l'on pose l'hypothèse que les entreprises ne peuvent pas s'endetter (soit $\rho = 0$), il découle de l'équation (2.6) que le taux de profit constaté est toujours inférieur au taux de profit attendu $\widehat{r}e$. Toutefois, l'endettement ρ des entreprises peut permettre aux dirigeants d'atteindre le taux de profit espéré pour un projet d'investissement et un taux d'accumulation donnés, voire plus. L'endettement autorise en théorie les firmes à s'affranchir de la contrainte macroéconomique de réalisation des profits. De ce fait, l'endettement permet à l'entreprise de minimiser la part de l'autofinancement dans le capital $\frac{AUT}{K} = \frac{1}{(1+\rho)}g$ relativement au taux de profit attendu et, par suite, de maximiser la distribution de profits pour un même projet d'investissement et un même taux d'accumulation. Lorsque les entreprises accroissent leur endettement, on assiste à une diminution de la pente de la frontière financière. La consommation de profit s'élève et le taux de profit effectif est supérieur aux attentes. Sur la base de l'équation (2.6), on peut montrer que la condition pour que les anticipations de profit soient au minimum réalisées est la suivante :

$$g > \frac{s_P(1+\rho)}{\rho+s_P}\widehat{r}e$$

On peut distinguer ici les cas diamétralement opposés des régimes de croissance fordiste et financiarisé. Dans le premier régime, puisque les entreprises tendent à maximiser leur croissance relativement à la rentabilité immédiate du projet, cette condition est facilement respectée. En effet, on a $0 < \frac{s_P(1+\rho)}{\rho+s_P} < 1$, or lorsque l'on observe la frontière d'expansion de la firme, on constate immédiatement qu'au-delà de g_{MSV} , plus les entrepreneurs optent pour un taux d'accumulation g important, plus $\widehat{r}e$ décroît. Dans ce contexte, le taux d'accumulation moyen de l'économie se rapproche naturellement de ce seuil égal à

la rentabilité économique espérée pondérée par un coefficient positif et inférieur ou égal à l'unité. Dans le régime financiarisé en revanche, on cherche à accroître \widehat{re} éventuellement au détriment de la croissance interne g de l'entreprise, et il est beaucoup moins probable de voir la condition énoncée ci-dessus respectée.

Sous cette condition, l'endettement est une variable clé aux mains des dirigeants d'entreprise. Pour que le taux de profit obtenu soit toujours supérieur au taux de profit espéré, il suffit que le taux d'endettement moyen des entreprises de l'économie étudiée soit tel que :

$$\rho > \frac{\widehat{re} - g}{\frac{g}{s_P} - \widehat{re}}$$

Dans le régime financiarisé, les entrepreneurs optent pour une rentabilité attendue importante au détriment de la croissance. Dans ce cadre, le taux d'endettement qui permet la réalisation de ces attentes est supérieur au taux d'endettement minimum du régime d'accumulation fordiste.

2.2.3 Les origines macroéconomiques de la rentabilité financière des entreprises

La décomposition de la rentabilité financière constatée $rf = \frac{Rn}{E}$ permet de mieux distinguer les différentes sources de profit qui tempèrent voire annulent la contrainte macroéconomique de réalisation des profits et, par ce biais, de satisfaire à long terme les exigences de maximisation de la valeur actionnariale. À partir de l'équation (2.2), on peut remplacer \widehat{re} et re par leur définition respective en fonction de \widehat{rf} et rf , on obtient après plusieurs étapes⁸ la décomposition suivante de la rentabilité financière :

$$rf = \underbrace{(\rho + 1)g}_{(a)} + \underbrace{(1 - s_P)(\widehat{rf} - g)}_{(b)} + \underbrace{(1 - s_P)\rho i}_{(c)} - \underbrace{\rho i}_{(d)} \quad (2.8)$$

On voit à travers l'équation (2.8) que la rentabilité financière des entreprises sur le plan macroéconomique peut dépasser les anticipations des entreprises grâce à un important financement par la dette⁹. Cela permet en effet de distribuer une part croissante du profit. Lorsque les entreprises s'endettent fortement, le taux de distribution des profits sous forme

8. Pour rappel, toutes les démonstrations sont dans l'annexe A.2.

9. Pour que cette assertion soit vraie, l'endettement doit toujours dépasser un seuil et celui-ci reste évidemment le même que dans le cas où l'on recherche les conditions qui permettent d'obtenir $re > \widehat{re}$, à savoir $\rho > \frac{\widehat{re} - g}{\frac{g}{s_P} - \widehat{re}}$.

de dividendes et d'intérêts est élevé comme le montre l'équation (2.5), puisque l'autofinancement de l'investissement est relativement plus faible. La consommation de profit est conséquente et le taux profit global peut atteindre voire dépasser les attentes.

On dénombre quatre effets de la hausse de l'endettement sur rf mis en avant par les différents termes du membre de droite de l'équation (2.8). Le premier terme (a) montre un effet positif direct qui renforce le rôle du taux d'accumulation dans la rentabilité. Le deuxième terme (b) augmente sous l'effet de l'endettement qui permet une répartition du taux de profit en faveur des actionnaires et au détriment des créanciers grâce à l'effet de levier classique, à savoir $(\widehat{re} - i) > 0$. Si tel est le cas, $\widehat{rf} - g$ s'accroît avec ρ , sa contrepartie étant une élévation des dividendes distribués et consommés. La consommation par les rentiers des intérêts supplémentaires versés par les entreprises se retrouve dans le troisième terme (c) de l'équation (2.8). Enfin, le dernier terme (d) est l'effet négatif direct de la hausse des charges d'intérêts sur la rentabilité financière. La contrainte macroéconomique de réalisation des profits peut donc être levée par l'endettement des entreprises.

2.3 Les composantes de la demande globale conditionnant la réalisation du profit des entreprises en économie ouverte

Lorsqu'on lève par ailleurs l'hypothèse d'une propension à consommer des ménages unitaire, l'évolution de l'épargne des salariés prend une importance déterminante dans la réalisation des profits et par suite dans la capacité des entreprises à atteindre le taux de profit attendu pour un projet d'investissement donné et le taux d'accumulation qu'elles ont choisi. Par ailleurs, si l'on raisonne avec une demande publique et en économie ouverte, il faut ajouter à la détermination du profit global le solde commercial de l'économie SC et le déficit budgétaire DB (avec $DB = -SB$, SB solde budgétaire)¹⁰ :

$$P = I + (1 - s_P)(\widehat{P} - \frac{1}{1 + \rho}I) - S_H + SC + DB \quad (2.9)$$

De l'équation 2.9, on déduit qu'en présence d'un déficit budgétaire et/ou d'un excédent commercial, les entreprises d'une économie donnée sont en mesure d'obtenir le taux de profit attendu et ce, en dépit d'hypothétiques profits non consommés et d'une épargne

10. Kalecki (1954) désigne ces deux éléments sous le terme générique de « marché externe », ou « 'external' markets ». Kalecki (1954), p.52, traduction de l'auteur.

des salariés potentiellement élevée. C'est en particulier par ce biais qu'une déconnexion est possible entre taux de profit et taux d'accumulation. Une demande extérieure ou publique conséquente, à l'instar d'un faible taux d'épargne des salariés, permet d'alléger la contrainte qui pèse sur l'endettement des entreprises car la consommation des revenus financiers devient moins nécessaire. En d'autres termes, le seuil minimum d'endettement qui permet la satisfaction des attentes de profit des entrepreneurs diminue.

En résumé, dans le régime de croissance fordiste où le taux d'accumulation est élevé, la réalisation du profit global est en grande partie assurée par les acquisitions de nouveaux biens en capital. Cette situation est celle où les entreprises ont toutes les chances de voir leurs anticipations régulièrement validées.

Dans le cadre d'un régime d'accumulation financiarisé en revanche, où la distribution de profit est importante et où le taux d'accumulation global est peu élevé, seule la faiblesse éventuelle de l'autofinancement nécessaire par rapport au profit attendu, rendue possible par l'endettement, peut laisser espérer aux entreprises l'obtention d'un taux de profit global supérieur au taux de profit moyen anticipé. Si l'endettement est insuffisant (c'est-à-dire ne dépasse pas le seuil déterminé ci-avant), alors la part non consommée du profit distribué est rédhibitoire à la validation des attentes de profit en l'absence de demande publique ou d'exportations. Si les attentes de profit sont régulièrement déçues, la réaction logique des entrepreneurs doit être de rejeter un grand nombre de projets d'investissement, jugés insuffisamment rentables non seulement en raison des exigences des actionnaires, mais aussi de la surestimation constatée des taux de profit attendus. En d'autres termes, le risque d'une importante sélectivité de l'investissement est grand dans le régime d'accumulation financiarisé.

En conclusion, lorsque les entreprises adoptent une stratégie de maximisation de la valeur actionnariale du fait des exigences de la communauté des investisseurs, une contrainte surgit sur le plan macroéconomique en tant que contrainte de réalisation des profits et qui s'impose en retour aux entreprises compte tenu du niveau des profits distribués. Plus ces derniers sont importants au détriment de l'accumulation du capital, plus la consommation de profit joue un rôle déterminant dans la réalisation des profits anticipés. L'endettement

des entreprises permet une distribution de profit conséquente et facilite ainsi l'obtention des rentabilités économique et financière attendues.

Toutefois, si le comportement des détenteurs de titres financiers ne permet pas d'assurer la cohérence macroéconomique du modèle de croissance, c'est-à-dire si la consommation de profit distribué n'est pas suffisante, le bouclage du régime de croissance dépend en premier lieu de l'épargne des ménages. En effet, un faible niveau d'épargne des ménages revient à faciliter la réalisation du taux de profit. L'existence d'une demande publique et d'une demande extérieure de biens revêt dans ce cadre un caractère crucial.

Si ces dernières sources de profit se révèlent faibles et que l'épargne des ménages salariés demeure trop importante pour que les entreprises obtiennent le taux de profit attendu par les dirigeants, le rôle de l'endettement des entreprises pose question. Un niveau important d'endettement des entreprises au plan national peut limiter la sélectivité de l'investissement et par suite la tendance dépressive du régime d'accumulation financiarisé. Pourtant, comme nous le montrons à la section suivante, le niveau de la consommation de profit en France depuis le début des années 1980 indique que l'endettement des entreprises françaises est insuffisant pour expliquer la réalisation de la production.

3 Vérification empirique de la nécessité de consommer les revenus financiers dans le régime d'accumulation financiarisé

Pour appréhender l'existence d'une contrainte sur l'investissement productif en France dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé, nous fondons notre réflexion sur le modèle présenté à la section précédente. D'après l'équation (2.4), le taux de profit global dans une économie dépend du taux d'accumulation, d'une part, et de la consommation de profit distribué, d'autre part. Nous constatons, pour l'économie française, l'apparition d'une forte déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation (3.1). La recherche du taux de profit le plus élevé possible dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé a pour conséquence un taux d'accumulation relativement faible qui va, comme attendu, de pair avec un accroissement de la distribution de profit (3.2). Le risque que les anticipations de profit des entrepreneurs soient déçues invite à rechercher une première source de débou-

chés alternative à la demande de biens d'équipement dans la consommation des revenus financiers (3.3). En économie fermée et en cas de faiblesse de la consommation du profit, la pression macroéconomique sur le financement de la croissance interne des firmes par l'endettement est en effet de nature à engendrer un recul du taux d'accumulation pourtant déjà peu élevé.

3.1 La déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation

Pour analyser l'évolution du taux de profit et du taux d'accumulation de l'économie française, nous ne retenons que les données de comptabilité nationale¹¹. Nous raisonnons en économie fermée. L'échantillon est exhaustif puisqu'il regroupe l'ensemble des entreprises résidant sur le territoire français. Nous supposons alors que les entreprises étudiées adressent uniquement leur demande de biens d'équipement à d'autres entreprises du même échantillon. De la même manière, nous assimilons la consommation de profit distribué par les entreprises à une demande que les détenteurs de titres financiers adressent aux entreprises du même échantillon.

Dans le cas de la France, les deux périodes d'accumulation fordiste et financiarisée ressortent nettement en matière d'évolution du taux d'accumulation (graphique 2.1a). Comme le montre van Treeck (2008) pour la France, l'Allemagne et les États-Unis, le taux d'accumulation net des entreprises atteint un niveau très bas à partir du début des années 1980, comparativement avec la période fordiste. Le Royaume-Uni fait figure d'exception dans cet échantillon. Selon les données de l'OCDE (2005), l'accumulation nette des entreprises en France est en effet de 9% de 1961 à 1974 et de 2,8% de 1981 à 2006¹².

11. L'équation (2.4) ne se vérifie qu'en économie fermée et pour une consommation totale du revenu des ménages. Elle nécessite par ailleurs des comptes « bouclés », c'est-à-dire une matrice des flux entre agents qui soit cohérente (ou complète). Ce cadre de raisonnement permet de s'assurer que les entreprises regroupées dans l'échantillon que l'on étudie versent bien des revenus à des agents dont la demande leur est finalement adressée en retour.

12. Source : OCDE (2005), calculs de l'auteur. Les résultats pour 2006 sont des prévisions.

Encadré 1 – Le recours aux comptes nationaux pour analyser le comportement stratégique des sociétés non financières

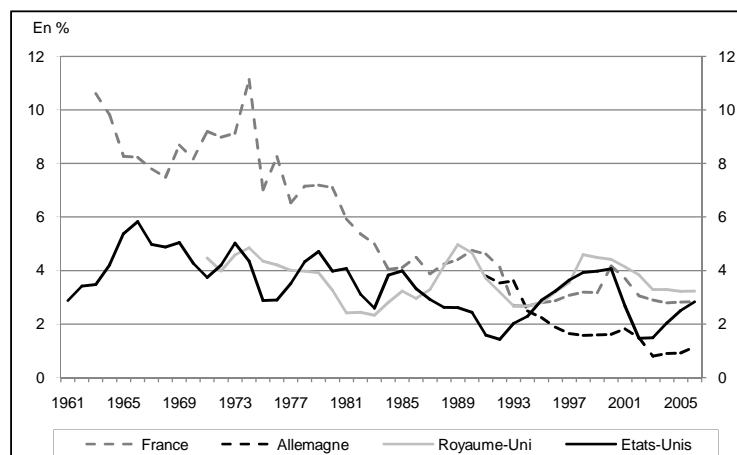
Pour appréhender le comportement des sociétés non financières en France en matière d'investissement, nous avons recours aux comptes nationaux de l'INSEE, comptes de revenus et comptes de patrimoines. L'un des avantages de cette base de données réside dans sa profondeur temporelle. Nous disposons de données de flux et de stock respectivement depuis 1978 et 1979. Toutefois, ces données masquent des évolutions divergentes entre grands groupes cotés et le reste de l'économie, qui ne subit pas de la même façon les contraintes financières. Par ailleurs, la comptabilité nationale souffre d'un important biais dû à la non consolidation des données utilisées. Les données d'entreprises sont en effet directement agrégées sans prise en compte des flux internes à un groupe, ce qui est désigné sous le terme de « double-compte » (Commissariat général du Plan, 2002b). Pour limiter ce problème, nous procédons à un travail de consolidation partielle des données tel qu'effectué dans le rapport du Commissariat général du Plan (2002a). Enfin, nous analysons certaines évolutions de long terme (réalisation du profit ou endettement des entreprises) à partir des comptes nationaux en base 1980 de l'INSEE mis à disposition par Villa (1994).

Husson (2006) montre que cette évolution s'accompagne effectivement d'une nette déconnexion entre taux d'accumulation et taux de profit en France depuis le début des années 1980. Ces deux ratios suivent un profil extrêmement proche de 1960 à 1981, mais un écart considérable apparaît par la suite et se maintient jusqu'au milieu des années 2000 sous l'effet de deux facteurs. D'une part, le taux d'accumulation atteint un palier historiquement bas dès le début des années 1980. D'autre part, après être tombé très bas notamment en raison des deux chocs pétroliers de 1973 et 1979, le taux de profit s'envole peu après puis se maintient par la suite à un niveau relativement élevé dans l'ensemble des pays occidentaux (van Treeck, 2008). Selon les travaux de Duménil et Lévy (2004), le taux de profit des entreprises en France se rapproche depuis deux décennies d'un niveau similaire à celui des années 1960.

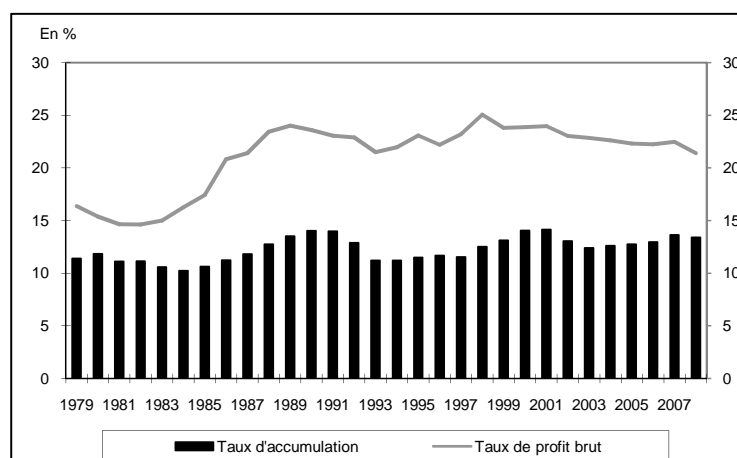
Nous nous proposons d'étudier plus précisément cette déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation en France à partir du début des années 1980 (graphique 2.1b). Dans le cadre de la comptabilité nationale, nous déterminons le taux de profit brut des sociétés non financières – c'est-à-dire le ratio du profit brut sur le stock d'actifs non financiers de l'année précédente –, en ayant recours au stock d'actifs fixes à l'exclusion des actifs immobiliers et des stocks d'inventus. Le profit brut correspond à la notion d'excédent

GRAPHIQUE 2.1 – La faiblesse du taux d'accumulation et la déconnexion du taux de profit

(a) Taux d'accumulation net des sociétés non financières pour quatre pays depuis 1960



(b) Taux de profit et taux d'accumulation des sociétés non financières en France de 1979 à 2008



Sources : OCDE (2005), INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2010), calculs de l'auteur.

brut d'exploitation. Le stock d'actifs fixes que nous retenons a, quant à lui, l'inconvénient d'exclure aux alentours de 20% des actifs non financiers des entreprises hors stocks, mais demeure intéressant car il permet d'évaluer l'intensité capitalistique¹³.

Pour la période qui court de 1978 à 2008, le taux de profit connaît son point bas dans les années 1980 et se situe à 14,6% en 1982. Il se redresse ensuite fortement à partir du

13. Askenazy (2003) et Sylvain (2001) procèdent à des retraitements identiques.

milieu de la décennie pour atteindre 24% en 1989. Il se maintient par la suite à ce niveau (23% en moyenne de 1989 à 2008) malgré le ralentissement de la croissance économique au début des années 1990. Ce ratio oscille entre un maximum de 25% en 1998 et un minimum de 21,4% en 2008. Lorsque le taux de profit est au plus bas en 1982 à 14,6%, le taux d'accumulation des entreprises en France est de 11,1%, soit un écart de 3,5 points. À l'inverse, lorsque le taux de profit est au plus haut en 1989, le taux d'accumulation atteint 13,5%. L'écart entre ces deux ratios devient considérable puisqu'il s'envole à 10,5 points. De 1989 jusqu'en 2007, cette déconnexion fluctue entre 8,8 et 12,5 points. Il convient enfin de noter qu'à partir des années 1980, le taux d'accumulation recule légèrement lorsque l'on compare les points hauts de cycles (1990, 2000, 2007).

En résumé, la déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation est manifeste et intervient au début des années 1980. Ce constat conforte l'idée de l'émergence d'un nouveau régime d'accumulation, qualifié de financiarisé. En effet, le redressement du taux de profit dans les années 1980 ne coïncide pas avec un accroissement équivalent du stock de capital fixe. Le taux d'accumulation fluctue de façon cohérente avec les cycles de croissance constatés à partir de la crise de rentabilité des entreprises qui débute en 1974, sans jamais connaître une élévation telle que celle du taux de profit. Dès le milieu des années 1980, on observe par conséquent une déconnexion sensible entre le taux d'accumulation et le taux de profit, qui tend à se réduire, puis qui reprend de l'importance au gré des cycles économiques et des fluctuations correspondantes de l'investissement.

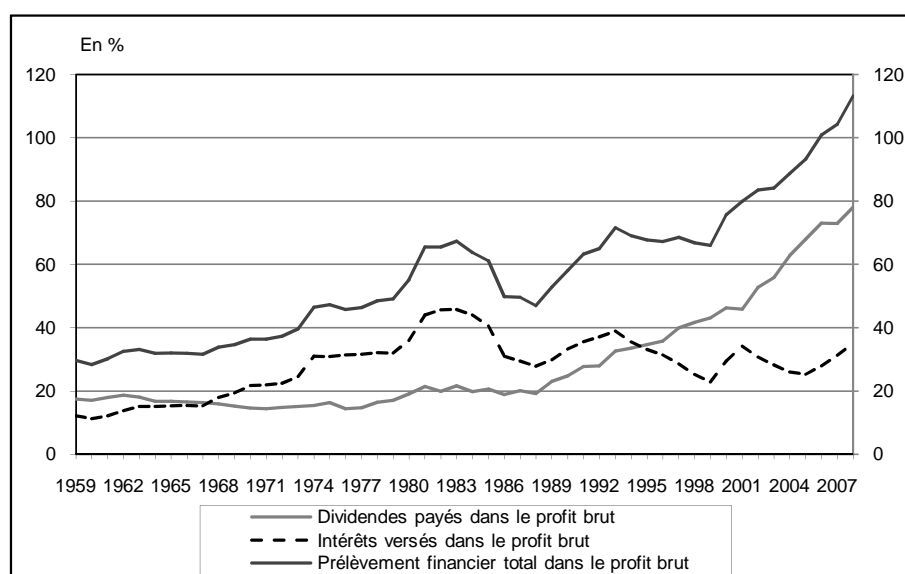
3.2 Les pressions exercées par les actionnaires sur la distribution des profits

Le maintien sur longue période de l'écart entre taux d'accumulation et taux de profit implique en particulier une consommation élevée des revenus financiers. Pour appréhender ce phénomène, nous observons ici l'évolution des versements de revenus financiers que les entreprises effectuent (3.2.1), puis dans le cas particulier des grands groupes cotés au SBF 250, sous pression directe des actionnaires (3.2.2).

3.2.1 Le versement de revenus financiers par l'ensemble des entreprises implantées en France depuis les années 1960

Habituellement, le poids des prélèvements financiers, qui regroupent les versements d'intérêts et de dividendes, est mesuré en macroéconomie à partir du rapport entre, d'une part, la somme des dividendes et intérêts versés et, d'autre part, le profit brut. Pourtant, ce type de calcul pose un problème de consolidation des données et de surévaluation du poids des revenus financiers que les entreprises versent aux autres agents économiques, car il ne tient pas compte des revenus financiers que les entreprises perçoivent. Pour le montrer, nous calculons dans un premier temps le ratio des versements bruts de revenus financiers rapportés au profit brut, puis nous procédons dans un deuxième temps à la consolidation partielle de ces données pour résoudre ce problème.

GRAPHIQUE 2.2 – Part des prélèvements financiers dans le profit brut des sociétés non financières en France de 1959 à 2008



Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

Nous mesurons l'évolution des prélèvements financiers bruts à travers deux ratios (graphique 2.2). Le premier ratio rapporte la part des charges d'intérêts versées au profit brut. Il recule par à-coups suite à son pic de 1983, mais est toutefois supérieur de 15,4 points en moyenne durant la période 1981-2008 par rapport à la période 1959-1974. Le second ratio correspond à la part des dividendes versés dans le profit brut. Ce ratio est stable pendant

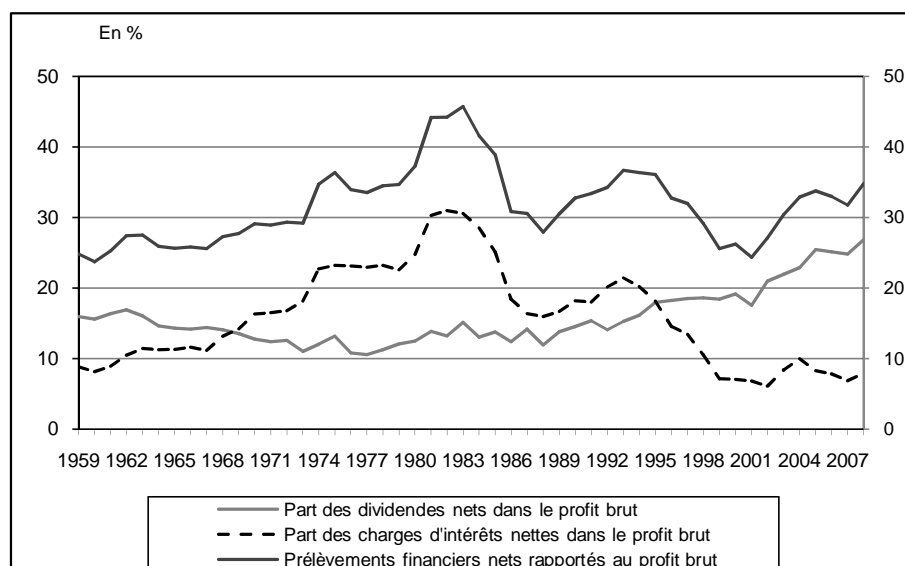
près de 30 ans, puis il augmente très fortement et régulièrement de 23% en 1988 à plus de 78% en 2008, ce qui assure en principe une rémunération conséquente aux actionnaires en fin de période. La part des prélèvements financiers totaux, somme des précédents ratios, augmente de façon quasi constante depuis 1959.

Cependant, comme évoqué ci-dessus, d'importants problèmes de consolidation entrent ici en ligne de compte. Il existe en effet d'importants flux intra-groupe de revenus financiers (Picart, 2003a). Ces flux peuvent faire l'objet de double-comptes et l'on observe, de ce fait, une surestimation du poids des prélèvements financiers sur les profits (Commissariat général du Plan, 2002b). Pour éliminer ces flux intra-groupe et avoir une vision précise de la ponction que la finance opère sur les profits pour la rémunération des fonds avancés, nous proposons de soustraire aux versements de dividendes et d'intérêts, les revenus d'intérêts, ainsi que les dividendes reçus par les entreprises. Nous suivons en cela la méthode utilisée par le Commissariat général du Plan (2002a). Les deux hypothèses qui sous-tendent cette méthode sont l'absence de sociétés financières et le raisonnement en économie fermée puisque, dans ce cadre, la part des profits distribués que perçoivent les entreprises provient bien d'autres sociétés de même catégorie. Les prélèvements financiers nets des revenus financiers que nous obtenons ainsi sont des données partiellement consolidées.

Les résultats sont très différents suite à ces retraitements (graphique 2.3). Sous l'effet de la hausse puis de la baisse des taux d'intérêt et par suite des charges nettes d'intérêts, les prélèvements financiers nets en pourcentage du profit augmentent régulièrement de 1959 jusqu'en 1983, passant de 24,8% à 45,7%. Ils reculent ensuite jusqu'à atteindre 24,4% en 2001. Ce n'est qu'après 2001 que l'accroissement du versement de dividendes l'emporte sur le recul des charges d'intérêts. Ces dernières marquent le pas alors que le poids des dividendes nets augmente régulièrement et fortement.

Au total, le poids des charges d'intérêts nettes s'alourdit de 2,7 points entre les périodes 1959-1974 et 1981-2008 – pour une période contenant plusieurs cycles –, au moment où le taux de distribution des dividendes gagne 3,4 points. Ce dernier taux atteint même 27% en moyenne de 2001 à 2008 contre 14,2% de 1959 à 1974. Le poids des prélèvements financiers est donc plus élevé de 6,1 points entre la période fordiste et la période où domine la finance

GRAPHIQUE 2.3 – Part des prélèvements financiers nets dans le profit brut des sociétés non financières en France de 1959 à 2008



Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

de marché, mais il demeure stable en tendance depuis la fin des années 1980 autour de 31,5%. Dühaupt (2010) et Onaran *et al.* (2011) constatent eux aussi un net accroissement du versement de revenu financier ces dix dernières années pour les entreprises aux États-Unis et en Allemagne. En particulier, Onaran *et al.* (2011) observent le même mouvement de compensation de la baisse des versements d'intérêts par la hausse des versements de dividendes aux États-Unis.

L'une des craintes souvent exprimées dans la littérature économique en regard de la financiarisation du capitalisme, est que les dirigeants mettent trop fortement l'accent sur le paiement des dividendes plutôt que d'assurer le maintien d'un autofinancement permettant une politique d'investissement soutenue (Husson, 2006 ; Orhangazi, 2008)¹⁴. Pourtant, un examen des charges financières invalide cette interprétation et conduit, tout comme le fait Husson (2006), à nuancer l'affirmation selon laquelle la finance exerce une ponction croissante sur les profits à travers le versement de dividendes (du Tertre et Guy, 2008, 2009). L'accroissement de la part des dividendes dans le profit est une réalité clairement attestée par ces résultats, en revanche le recul majeur du poids des charges d'intérêts

14. Husson (2006) aborde cette question sous le terme de « parasitisme » de la finance.

témoigne d'une évolution des pouvoirs au sein même de la sphère financière au cours des trente dernières années. L'influence des actionnaires sur la direction des entreprises et la chute des taux d'intérêt expliquent que les dividendes constituent désormais l'essentiel des versements de revenus financiers.

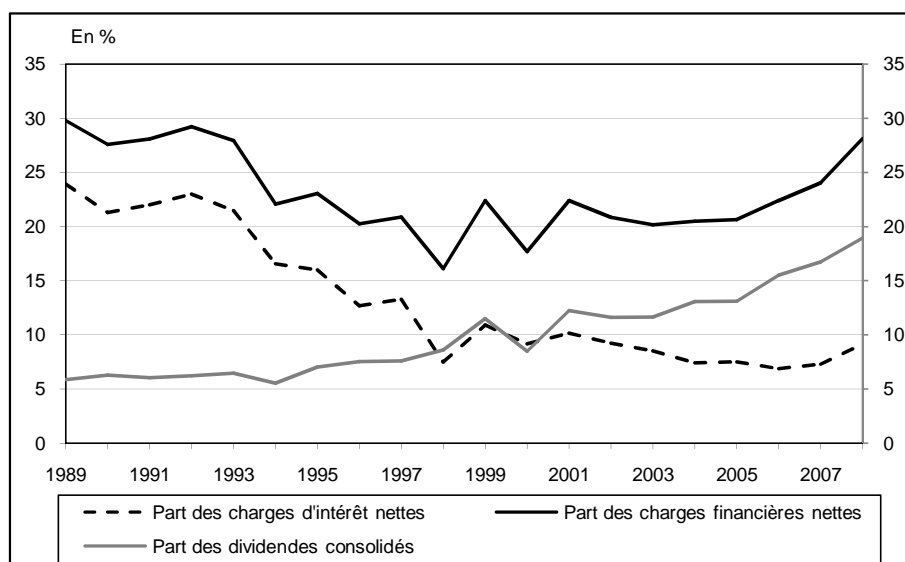
3.2.2 Le versement de revenus financiers des groupes cotés en France depuis le début des années 1990

Le comportement des grandes entreprises cotées, directement soumises aux exigences actionnariales, est similaire à celui de l'ensemble des entreprises en ce qui concerne la question de la distribution des profits. Les constats pour la période 1989-2008 sont très proches de celles que la comptabilité nationale met en lumière après retraitements (graphique 2.4). Il importe de relever que durant toute la décennie 1990, la part des charges d'intérêts dans le profit recule vivement, pesant à la baisse sur les prélèvements financiers totaux. En revanche, dès 2003, ces derniers connaissent une augmentation relativement au profit brut ¹⁵ sous l'effet de l'accroissement quasi continu de la part des dividendes depuis 1994, mais surtout de son accélération durant les cinq dernières années.

Si l'on raisonne en niveau et non en variation, la situation des groupes diffère de celle de l'ensemble des entreprises. En effet, malgré la consolidation partielle des données de la comptabilité nationale, le poids des dividendes nets demeure bien plus important pour l'ensemble des entreprises que pour les grands groupes (19,3% contre 10% en moyenne de 1989 à 2008), ce qui est un résultat surprenant. Le poids des charges d'intérêts est pourtant très proche (12,4% contre 13%), ce qui implique que les groupes subissent un poids des prélèvements financiers totaux relativement moins important que l'ensemble des entreprises.

15. Le profit brut n'est pas directement disponible dans les comptes consolidés. Cette variable correspond au résultat d'exploitation des groupes avant amortissement sur les actifs corporels comme incorporels. Voir l'annexe A.1 pour le calcul des variables et la correspondance entre les variables des deux bases de données.

GRAPHIQUE 2.4 – Part des prélèvements financiers dans le profit brut des sociétés non financières du SBF 250 de 1989 à 2008



Source : Thomson One Banker (2009), calculs de l'auteur.

Encadré 2 – L'utilisation des comptes consolidés des groupes cotés au SBF 250 pour mieux étayer le rôle de la pression actionnariale sur les stratégies des entreprises

L'approche du comportement des grands groupes fondée sur leurs comptes consolidés a pour principal mérite d'éliminer les flux intragroupes et les participations en capital qui conditionnent la détention de filiales par une tête de groupe. Elle permet d'éviter par conséquent les doubles comptes lorsque l'on agrège les comptes de résultats et les bilans des sociétés retenues dans l'échantillon (Bachy et Sion, 2005). La composition de l'échantillon étudié à partir des données de la base Worldscope de Thomson One Banker est fixée en fonction des entreprises qui sont présentes dans l'indice SBF 250 à la date du 30 décembre 2008 et ceci indépendamment de leurs dates d'entrée dans l'indice sur la période étudiée, c'est-à-dire entre 1989 et 2008, dernière année connue au moment où les calculs ont été effectués. Selon cette règle, l'indice comprend 215 sociétés non financières au total.

L'agrégation des comptes consolidés revient à créer « une grande entreprise fictive » dont le comportement refléterait le comportement moyen de l'ensemble des entreprises composant l'indice, faisant ainsi abstraction de leur hétérogénéité et de la nécessité de nuancer certaines conclusions en faisant apparaître des sous-groupes, notamment en fonction de leur appartenance sectorielle et de leur insertion sur le marché mondial. Toutefois pour éliminer les distorsions les plus manifestes, les calculs ont été opérés en excluant deux entreprises : Vivendi et France Télécom, compte tenu du poids de leur endettement à la fin des années 1990 et des vicissitudes qu'elles ont traversées dans les années 2000 pour redresser une situation désastreuse de surendettement.

Source : (du Tertre et Guy, 2009).

Il faut voir à travers ce résultat paradoxal une certaine vigueur de l'activité des groupes et l'obtention d'un profit élevé. Si la part des charges d'intérêts est très proche selon les deux évaluations en dépit d'un profit supérieur pour les groupes, cela peut s'expliquer par des taux d'intérêt plus élevés pour les Petites et Moyennes Entreprises (PME) compte tenu de leur niveau de risque (Picart, 2008). Par ailleurs, la question de la consolidation des dividendes en comptabilité nationale joue un rôle essentiel : dès lors que les dividendes payés au reste du monde et aux sociétés financières sont supérieurs aux dividendes reçus de ces mêmes secteurs institutionnels, la consolidation partielle que nous effectuons est insuffisante et les dividendes prélevés sur le profit de l'ensemble des entreprises demeurent surestimés.

La financiarisation de l'économie, le respect des exigences actionnariales et le rééquilibrage du passif du bilan en faveur des fonds propres conduisent les dirigeants à accroître le versement des dividendes, même si les données en niveau sont à prendre avec précaution. En revanche, l'influence croissante des actionnaires sur la stratégie des groupes ne se traduit pas, sur longue période, par une pression accrue des prélèvements financiers sur les profits. En raison du recul des taux d'intérêt depuis les années 1980, une compensation de la hausse des versements de dividendes a eu lieu avec le recul des charges d'intérêts.

3.3 La consommation des profits distribués et la hausse du taux de profit des entreprises implantées en France

La déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation en France peut reposer sur l'existence d'une importante consommation des détenteurs de titres financiers sur la base des profits distribués. Il est difficile d'étayer cette hypothèse à partir des données présentées ci-dessus, compte tenu du fait que cette déconnexion n'apparaît nettement qu'à partir de la première moitié des années 1980 (cf. graphique 2.1b). Or, la compensation de la hausse du versement de dividendes par la baisse des charges d'intérêts versées conduit à une certaine stabilité du poids des profits distribués dans le total des profits depuis la fin des années 1980. Pour autant, Accardo *et al.* (2007) montrent que la part des revenus financiers dans le revenu total des ménages s'accroît nettement depuis les années 1960. Cette évolution n'est d'ailleurs pas propre à la France puisque Dünhaupt (2010) et Fräkdorf *et al.* (2011)

font le même constat pour les ménages allemands, nord-américains et britanniques. Nous tentons alors de mesurer le rôle que la consommation des détenteurs de titres financiers peut jouer dans la réalisation du profit.

Pour comprendre dans quelle mesure la réalisation de la production et du taux de profit repose sur la consommation de profit dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé, nous décomposons le taux de profit des entreprises résidant en France en fonction des différentes composantes de la demande. Nous raisonnons toujours en économie fermée. Dans ce cadre, et pour une propension à consommer les salaires unitaire, le profit a pour origine la demande de biens d'équipement des autres entreprises et la consommation de profit distribué. Nous décomposons de ce fait le taux de profit des sociétés non financières en fonction de leur taux d'accumulation et de la consommation supposée des détenteurs de titres financiers rapportée au stock de capital productif.

Pour estimer la part du taux de profit dont les détenteurs de titres sont à l'origine en termes de débouchés, nous appliquons une propension à consommer à la masse des revenus financiers des ménages résidant en France. Nous rapportons ensuite cette estimation de consommation au stock de capital productif des entreprises. Nous obtenons ainsi la part du taux de profit expliquée par la consommation des revenus financiers, selon l'équation (2.4) déterminée *supra* pour une économie fermée :

$$re = g + (1 - s_P) \frac{Pd}{K}$$

Avec re = taux de profit global, g = taux d'accumulation des entreprises, s_P = propension à épargner des détenteurs de titres financiers et $\frac{Pd}{K}$ = taux de profit distribué.

van Treeck (2008) réalise une estimation des propensions à consommer les dividendes et les revenus d'intérêt, dans le cas des États-Unis pour la période 1982-2004. Il les évalue respectivement dans une fourchette de 0,62 à 0,76 et dans une fourchette de 0,46 à 0,56, pour un régime stable de croissance avec un taux de profit important pour un taux d'accumulation relativement faible. Hein et Schoder (2011) déterminent quant à eux une propension à consommer les revenus financiers dans leur ensemble. Ils l'estiment à 0,24 pour les États-Unis contre 0,4 pour l'Allemagne, pour une période allant respectivement

de 1963 à 2007 et de 1961 à 2007. Les périodes d'étude expliquent que ces propensions soient nettement inférieures à celles obtenues par van Treeck (2008). van Treeck obtient en effet des résultats approchant ceux de Hein et Schoder (2011) pour la période 1965-2004 pour les États-Unis, signe d'une évolution du comportement des détenteurs de titres entre la période d'accumulation fordiste et la période correspondant au régime d'accumulation financiarisée. Ces agents consomment manifestement une part bien plus élevée de leurs revenus au cours de la période récente.

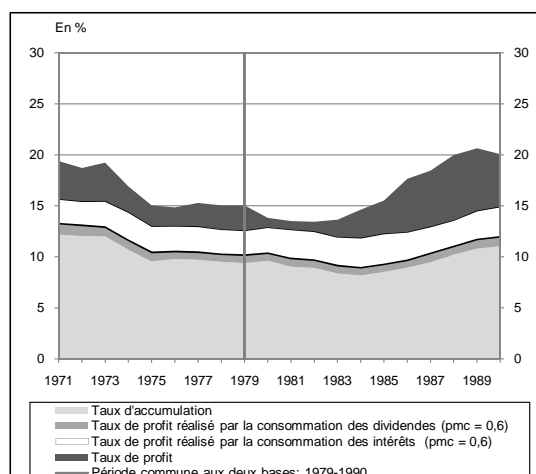
Il convient par ailleurs de noter que pour chaque pays que Hein et Schoder (2011) étudient, la propension à consommer les revenus financiers est nettement inférieure à la propension à consommer les salaires. Ce résultat est cohérent avec la logique keynésienne selon laquelle la propension à consommer décroît avec la hausse de revenu de la population, en fonction de la classe sociale. Enfin, Hein et Vogel (2008) déterminent des élasticités de la consommation par rapport aux revenus financiers très proches pour la France et l'Allemagne, mais légèrement inférieures à celle des États-Unis. Les estimations des propensions à consommer les revenus financiers sont peu répandues et semblent au final assez fragiles. Néanmoins, compte tenu de ce faisceau de résultats et notamment des résultats de van Treeck (2008) pour les États-Unis durant la période où domine la finance de marché, nous choisissons une propension à consommer les revenus financiers égale à 0,6 pour la France – ce choix se situant dans la fourchette haute des résultats.

Le manque de données disponibles en comptabilité nationale complique l'étude des sources de la réalisation du profit sur longue période. Pour comparer la réalisation du profit durant la période où la finance de marché domine et durant la période fordiste, nous avons recours à la fois aux données de comptabilité nationale en base 1980 de l'INSEE mises à disposition par Villa (1994) et aux données en base 2000. Les modifications que l'INSEE opère quant à ses méthodes de calcul à chaque changement de base impliquent que les données ne sont pas directement comparables, mais la comparaison des évolutions de ratios demeure très instructive (graphiques 2.5a et 2.5b)¹⁶. Les comptes sont disponibles de 1970 à 1990 en base 1980 et de 1979 à 2008 en base 2000.

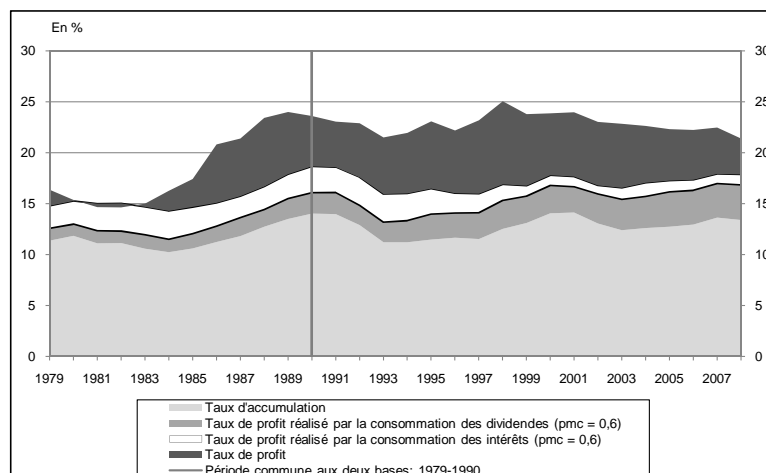
16. Pour les problèmes de comparaison et les choix de données que nous avons effectués en conséquence, voir l'annexe B.7.

GRAPHIQUE 2.5 – La réalisation de la production des sociétés non financières en France
par la consommation de profit et la demande de biens d'équipement, de 1970 à 2008

(a) Réalisation de la production en base 1980 de
l'INSEE



(b) Réalisation de la production en base 2000 de l'INSEE



Note : La « pmc » correspond à la propension marginale à consommer sur la base du revenu financier correspondant.

Sources : Villa (1994) et INSEE (2009), calculs de l'auteur.

Nous comparons les origines de la réalisation du taux de profit entre les résultats disponibles pour la période fordiste et les résultats disponibles pour la période où domine la finance de marché, tout en gardant à l'esprit les difficultés de comparaison entre deux bases différentes (cf. encadré 3). Ces résultats portent respectivement sur les périodes 1971-1974 en base 1980 et 1987-2008 en base 2000.

Encadré 3 – Principaux écarts entre les bases 1980 et 2000 de l'INSEE

Le taux de profit et le taux d'accumulation sont l'un et l'autre sous-évalués en base 1980 par rapport aux résultats de la base 2000, comme on le constate en particulier durant la période 1987-1990 – années incluses dans la période où domine la finance de marché et communes aux deux bases. En revanche, la déconnexion entre taux d'accumulation et taux de profit est proche entre les deux bases, au cours de cette période – 9,4% en base 1980 contre 10,1% en base 2000. Enfin, la part des revenus financiers pondérés par la propension à consommer, puis rapportés au stock du capital productif, est sous-estimée en base 1980 durant la période 1987-1990 – 3,6% contre 4,2% en base 2000. Elle est en revanche pratiquement identique durant les années de crise du régime d'accumulation fordiste disponibles dans les deux bases, à savoir 1979-1980 (3,3% contre 3,4%). Compte tenu de ces observations, les principales évolutions que nous relevons entre période fordiste en base 1980 et période correspondant à l'avènement du capitalisme financiarisé en base 2000 peuvent être considérées comme fiables, à savoir : l'accroissement de l'écart entre taux de profit et taux d'accumulation ; la hausse du taux de profit ; et la hausse du poids des revenus financiers consommés.

La déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation demeure relativement stable sur l'ensemble de la période fordiste. Elle s'est en revanche nettement amplifiée entre la fin de la période fordiste (1971-1974) et la période où domine la finance de marché (1987-2008), une fois passée la période de restauration des profits (graphiques 2.5a et 2.5b et tableau 2.1). L'écart entre ces deux taux passe en effet de 6,8 points (base 1980) à 10,2 points (base 2000).

TABLEAU 2.1 – Réalisation du taux de profit des sociétés non financières en France par la consommation de profit et la demande de biens d'équipement, de 1970 à 2008

Variable	Base	1971 1974	1979 1980	1987 1990	1987 2008
Taux de profit (<i>re</i>)	Base 1980	18,6	14,4	19,8	-
	Base 2000	-	15,9	23,1	22,9
Taux d'accumulation (<i>g</i>)	Base 1980	11,7	9,5	10,4	-
	Base 2000	-	11,6	13,0	12,7
Déconnexion (<i>re - g</i>)	Base 1980	6,8	4,9	9,4	-
	Base 2000	-	4,3	10,1	10,2
Part de la consommation de revenus financiers dans le stock de capital fixe	Base 1980	3,5	3,3	3,6	-
	Base 2000	-	3,4	4,1	4,0

Sources : Villa (1994) et INSEE (2009), calculs de l'auteur.

Par ailleurs, la part des revenus financiers pondérés par la propension à consommer, puis rapportés au stock du capital productif, se situe à 3,5% durant la période 1971-1974 (base 1980) puis à 4% durant la période 1987-2008 (base 2000). On observe par ailleurs que ce ratio gagne 0,9 point entre la période de crise du Fordisme (1979-1980) et la période où domine la finance de marché, après la restauration des profits des entreprises en base 2000 (1987-2008). Ces observations nous amènent à conclure que le rôle de la consommation des revenus financiers dans la réalisation du taux de profit gagne en importance entre la période fordiste et la période où domine la finance de marché. L'accroissement de la consommation de ces revenus ne permet toutefois d'expliquer que partiellement la réalisation d'un taux de profit nettement supérieur au taux d'accumulation du capital productif depuis le début des années 1980.

Conclusion

Le changement de régime d'accumulation depuis le début des années 1980 s'est accompagné pour les entreprises de nouveaux objectifs que les actionnaires leur imposent. Comme nous le montrons à partir d'un modèle post-keynésien d'investissement, l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale remet en cause le bouclage macroéconomique du régime d'accumulation financiarisé puisque le taux d'accumulation moyen est relativement faible – alors que le taux de profit attendu par les entreprises est très élevé. Nos observations confirment cette idée dans le cas de la France puisque la faiblesse de l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe est notable depuis le début des années 1980, relativement à la période fordiste. Dans ce contexte, la réalisation de la production dépend avant tout de la consommation des revenus financiers par les détenteurs de titres. Lorsque celle-ci est faible, en dehors d'une importante demande extérieure ou publique de biens nationaux, la réalisation des profits dans le régime d'accumulation financiarisé est à l'origine d'une déception des attentes de profits des entrepreneurs, ce qui engendre une importante sélectivité des projets d'investissement par les entreprises.

L'évolution de la gouvernance des entreprises a certes donné lieu à une élévation importante et régulière des dividendes durant les deux dernières décennies. En revanche et comme

l'expliquent Aglietta et Berrebi (2007), l'évolution vers un régime financiarisé caractérisé par une absence de tendance inflationniste, a permis un changement d'orientation de la politique monétaire. Nous constatons que le recul progressif des taux d'intérêt a partiellement contenu la ponction sur les profits que la sphère financière opère durant cette période. Lorsque l'écart grandit entre le taux de profit et le taux d'accumulation, la réalisation des profits dépend plus fortement de la consommation de profit, mais il apparaît clairement qu'il ne s'agit pas de la seule source de débouché qui s'amplifie. Pour mieux évaluer le risque d'une importante sélectivité de l'investissement par les entreprises, il convient de ce fait d'étudier le rôle de l'ensemble des autres composantes de la réalisation des profits : l'épargne des ménages – rôle indirect –, la demande d'exportations et la demande publique.

CHAPITRE 3

La contrainte de débouchés dans le régime d'accumulation financiarisé

Introduction

La consommation des revenus financiers ne peut expliquer dans sa totalité l'importance de l'écart entre taux de profit et taux d'accumulation des entreprises en France. Compte tenu de la contrainte de débouchés – i.e. la contrainte de réalisation des profits – et de l'importance limitée de la consommation des profits distribués, cette réalisation dépend d'un taux d'épargne des salariés relativement faible, ou de l'importance de la demande extérieure ou publique. En l'absence de la vigueur renforcée de l'un ou plusieurs de ces postes de demande, le régime d'accumulation financiarisé doit s'accompagner à moyen terme d'un ralentissement du taux d'accumulation, pourtant déjà faible compte tenu de l'objectif principal des entreprises.

L'objectif de ce chapitre est de montrer que ces dernières années, le recul des différentes composantes de la demande, ainsi que les limites que connaissent l'endettement des ménages, de l'État et des entreprises, remet en cause la réalisation des anticipations de profit

des dirigeants. Une telle situation est en effet de nature à engendrer un recul progressif du taux d'accumulation.

Dans le régime d'accumulation financiarisé en France, la faiblesse de l'épargne des ménages est l'une des principales sources de la réalisation du profit. Comme nous l'avons montré au cours du chapitre précédent, la réalisation du profit en économie fermée dépend en particulier de la faiblesse de l'épargne des ménages salariés.

Pour étayer ces différents points, nous procédons en quatre étapes.

Dans une première section, nous observons que les dirigeants d'entreprise qui cherchent à obtenir la rentabilité financière la plus élevée possible exercent une pression sur le partage de la valeur ajoutée qui passe par une distribution des gains de productivité en défaveur des salariés. La faiblesse de la part salariale en France par rapport au régime d'accumulation fordiste doit en théorie être à l'origine d'un taux d'épargne des ménages élevé, ce qui est susceptible de compliquer l'écoulement de la production des entreprises.

Nous précisons dans une deuxième section le rôle de la dimension internationale sur l'évolution du partage de la valeur ajoutée dans le régime d'accumulation financiarisé. Nous montrons que la mondialisation des processus de production permet aux dirigeants d'entreprise qui appliquent le principe de la valeur actionnariale, de faire peser la menace de la concurrence des salariés des pays émergents sur ceux des pays industrialisés. On observe en particulier que les groupes cotés, sous la pression directe des actionnaires, profitent de leur internationalisation pour obtenir un taux de marge bien plus élevé que la moyenne des entreprises et contraignent en outre leurs fournisseurs à comprimer leurs marges.

Dans une troisième section, nous constatons qu'en dépit des enseignements de Kaldor (1961), le recul de la part salariale lors de l'entrée dans le régime d'accumulation financiarisé ne s'est pas accompagné d'une élévation du taux d'épargne des ménages français – salariés et détenteurs de titres financiers. Dans le modèle de croissance de Kaldor (1961), la baisse de la part salariale a pour effet d'accroître le taux d'épargne des ménages d'une économie donnée et complique la réalisation du profit. Ce taux d'épargne est pourtant plus faible durant la période où domine la finance de marché que durant la période fordiste. Nous recherchons une explication à cette évolution paradoxale en particulier à travers les

effets de richesse au sens strict qui touchent les ménages les plus aisés ainsi qu'à travers le développement des possibilités de crédit pour les ménages basées sur l'existence de collatéraux immobiliers. Ces deux effets peuvent conduire à un recul de leur taux d'épargne (Aglietta et Berrebi, 2007). Toutefois, et contrairement à ce que l'on observe dans le cas des pays anglo-saxons, les effets de richesse au sens strict sont relativement faibles dans le cas de la France et les possibilités de crédits hypothécaires offertes aux ménages sont inexistantes. De ce fait, ces éléments ne semblent pas pouvoir expliquer la faiblesse du taux d'épargne des ménages français.

Dans la quatrième section enfin, nous observons que la demande d'exportations est importante au début des années 1980, tout comme la demande publique depuis le début des années 1980 et jusqu'aux années les plus récentes. La réalisation des profits dans le régime d'accumulation financiarisé français en dépend directement. En revanche, la faiblesse de ces débouchés durant les dernières années conforte l'hypothèse selon laquelle seul un financement élevé de l'investissement des entreprises sur la base d'un endettement peut éviter une frilosité plus importante encore des dirigeants en matière d'investissement dans les années à venir. En effet, ce comportement autorise une distribution et une consommation des revenus financiers conséquentes et peut ainsi faciliter la réalisation des profits. Nous observons toutefois que l'endettement des entreprises est aujourd'hui pratiquement au même niveau que durant la période fordiste. Pourtant, le taux d'endettement minimum des entreprises qui permet la réalisation des anticipations de profit des entrepreneurs est plus élevé que durant cette période en particulier compte tenu de la faiblesse du taux d'accumulation global. Selon cet ensemble d'observation, l'investissement semble devoir régresser, en l'absence de tout changement dans la gouvernance des entreprises.

1 La transformation du partage primaire de la valeur ajoutée en France

L'analyse du comportement d'épargne des ménages nécessite avant tout un décryptage de l'évolution de la répartition de la valeur ajoutée entre salaires et profits dans le régime d'accumulation financiarisé français. La gouvernance des entreprises dans l'intérêt

des actionnaires exerce en effet une pression négative sur l'évolution des revenus salariaux et peut avoir, par ce biais, un impact sur le taux d'épargne des ménages. C'est pourquoi le rôle indirect du comportement d'épargne des ménages dans la réalisation des profits place au premier plan la question de la répartition de la valeur ajoutée. Cette question est primordiale dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé puisque l'influence prépondérante des actionnaires sur la stratégie des entreprises s'accompagne d'un report du risque de l'entreprise, des actionnaires vers l'emploi et les salaires (Aglietta et Rebérioux, 2004a). Pour le montrer, nous étudions le partage de la valeur ajoutée, moins favorable aux salariés par rapport à la période fordiste (1.1).

Le niveau du partage de la valeur ajoutée dépend de deux variables : (i) le niveau des salaires réels comparé (ii) au niveau de la productivité du travail. S'il s'avère que le partage est bien favorable aux propriétaires des entreprises, cela n'est pas pour autant le signe d'une restriction que les dirigeants exerceraient sur les salaires. Des gains de productivité importants peuvent en effet compenser des salaires réels élevés, la hausse des salaires étant dans ce contexte compatible avec une telle déformation du partage de la valeur ajoutée (Husson, 2010 ; Cette et Sylvain, 2009). Nous observons pour notre part que le recul de la part salariale, qui se vérifie pour un grand nombre de pays industrialisés, correspond à un ralentissement de la progression des salaires réels globalement plus fort que celui des gains de productivité, ralentissement cohérent avec la recherche de rentabilité financière par les dirigeants d'entreprise (1.2).

Nous précisons enfin le comportement particulier des grands groupes cotés, au sein desquels la part salariale recule très fortement depuis le début des années 1990, contrairement à ce que l'on observe dans le cas de l'ensemble des entreprises françaises (1.3). Les groupes sont les premiers concernés par l'application du principe de la valeur actionnariale. Ils recherchent de ce fait un fort accroissement du taux de marge et exercent une pression importante sur les prix de leurs fournisseurs.

1.1 Un partage de la valeur ajoutée en défaveur des salariés en France à partir de 1987

Il convient ici de réexprimer la loi portant sur la réalisation des profits (P) en termes de rapport à la valeur ajoutée (pyY). Pour appréhender le rôle de la part salariale et du

taux d'épargne dans la réalisation du profit, nous passons d'un raisonnement en termes de taux de profit et de taux d'accumulation à une réflexion en terme de taux de marge et de taux d'investissement. On relie alors le taux de marge – qui rapporte le profit à la valeur ajoutée –, au taux d'investissement – part de l'investissement I dans la valeur ajoutée –, à la part des salaires (W) dans la valeur ajoutée pondérée par la propension à épargner des ménages salariés s_H et à la part des revenus distribués par les entreprises non consommés par les détenteurs de titres financiers. En économie fermée, on a :

$$\begin{aligned} P + W &= I + C \\ P + W &= I + C_H + C_P \\ P &= I - (W - C_H) + C_P \\ P &= I - S_H + C_P \end{aligned}$$

$$\frac{P}{p_y Y} = \frac{I}{p_y Y} - s_H \frac{W}{p_y Y} + (1 - s_P) \frac{Pd}{p_y Y} \quad (1.1)$$

Avec C consommation des ménages, S_H épargne des ménages salariés, s_P propension à épargner des détenteurs de titres et Pd profits distribués par les entreprises.

Puisque l'épargne des ménages finance leur demande future, le niveau du taux d'épargne des ménages constitue un obstacle à la réalisation des profits durant la période courante. Il convient d'analyser l'importance de cet obstacle dans le régime d'accumulation financiarisé en France. Compte tenu des données disponibles en comptabilité nationale, pour se donner une idée de l'évolution du taux d'épargne des salariés, nous nous reposons sur le taux d'épargne de l'ensemble des ménages (s) qui inclut le taux d'épargne des détenteurs de titres financiers (s_P) en sus du taux d'épargne des salariés (s_H). Comme expliqué dans le chapitre précédent, le bouleversement de la hiérarchie des formes institutionnelles lors du passage du régime d'accumulation fordiste au régime d'accumulation financiarisé aboutit en particulier à des restrictions de la part des entreprises sur les salaires. Or, les travaux de Kaldor (1961) établissent un lien négatif entre le niveau du taux d'épargne des ménages et la part des salaires dans la valeur ajoutée. Dans ce cadre, si la pression que les entreprises exercent sur les salaires conduit à la faiblesse de la part salariale dans le régime d'accumulation financiarisé relativement au régime fordiste, le taux d'épargne des ménages doit être plus

fort dans le régime financiarisé par rapport au régime fordiste.

Selon Kaldor, on peut en effet définir l'épargne des ménages de la façon suivante :

$$S = s_H(Y - P) + s_P P$$

$$S = s_H Y + (s_P - s_H) P$$

Avec s_P propension à épargner des détenteurs de titres financiers et s_H propension à épargner des ménages salariés. Le taux d'épargne des ménages est tel que :

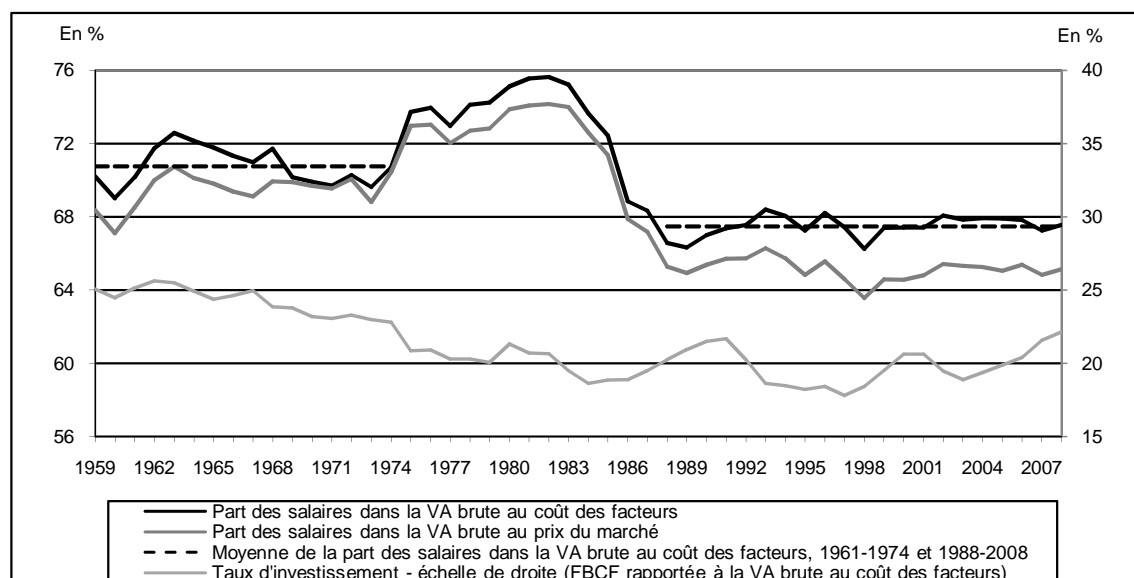
$$s = \frac{S}{Y} = s_H + (s_P - s_H) \frac{P}{Y}$$

Si l'on part du principe que la propension à épargner des détenteurs de titres financiers est supérieure à la propension à épargner des ménages salariés ($s_P > s_H$), le taux d'épargne des ménages augmente en même temps que la part de la valeur ajoutée qui revient aux détenteurs de titres – i.e. lorsque la part salariale baisse. Comme nous le verrons plus loin, on observe pourtant un recul du taux d'épargne des ménages français entre le régime d'accumulation fordiste et le régime d'accumulation financiarisé.

Ces différents présupposés théoriques nous conduisent à nous interroger sur la possibilité d'une déformation du partage de la valeur ajoutée en défaveur des salariés lors de l'instauration du régime d'accumulation financiarisé et sur son impact sur la réalisation des profits telle qu'elle est décrite dans l'équation (1.1). Nous étudions l'évolution du partage de la valeur ajoutée en France à partir d'un échantillon réduit aux sociétés non financières. Il va de soi que la demande adressée aux entreprises ne provient pas uniquement des salariés de ces entreprises. Toutefois, ces sociétés emploient la majorité des salariés en France. Cette méthode permet par ailleurs d'éliminer le problème de la non-salarisation, selon lequel moins les non-salariés sont nombreux, plus la part des salaires dans la valeur ajoutée augmente (Sylvain, 2007 ; Clerc, 2009). Ce cadre d'analyse est pertinent pour étudier la question du partage des revenus pour l'économie tout entière.

De 1960 à 1974, la part des salaires dans la valeur ajoutée au coût des facteurs demeure stable autour de 70,8% (graphique 3.1). Pour une période qui court de 1974 à 1981, la part salariale s'envole et atteint un pic de 75,5%. Elle chute ensuite, puis se stabilise de 1987 à 2008 autour de 67,5%. La comparaison des deux périodes de stabilité, à savoir 1960-1974 et 1987-2008, montre que la part salariale perd 3,3 points en faveur du taux de

GRAPHIQUE 3.1 – Part des salaires dans la valeur ajoutée des sociétés non financières en France de 1959 à 2008



Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur. Les salaires comprennent les salaires versés par les entreprises, ainsi que les cotisations.

marge. On observe par ailleurs de façon très nette la déconnexion entre la part des profits dans la valeur ajoutée brute et le taux d'investissement. En effet, durant la période 1959-1974, la part des profits avant impôts est en moyenne de 29,3% et le taux d'investissement de 24,2%. Sur la période 1987-2008, ces mêmes taux se situent respectivement à 32,5% et 19,9%. Autrement dit, entre la période fordiste et la période où domine la finance de marché, l'écart entre le taux de marge et le taux d'investissement passe de 5,1 à 12,6 points.

La description de l'utilisation de la hausse du taux de marge – part du profit dans la valeur ajoutée – confirme que les dirigeants utilisent les moyens financiers ainsi dégagés pour servir l'intérêt de l'actionnaire (tableaux 3.1 et 3.2).

On observe en premier lieu que l'intégralité de l'accroissement du taux de marge entre la période fordiste (1959-1974) et la période où domine la finance de marché après restauration massive des profits (1988-2008), échoie dans les mains des actionnaires à travers le résultat brut (tableau 3.1). Le taux de marge gagne en effet 3,3 points entre ces deux périodes, le résultat brut augmentant de 3,7 points. Le poids des charges d'intérêts dans la valeur ajoutée est quant à lui particulièrement stable sur l'ensemble de la période. Après avoir

TABLEAU 3.1 – Répartition de la valeur ajoutée brute au coût des facteurs des sociétés non financières en France, de leurs dépenses d'investissement et de leurs moyens de financement

Moyenne par période en % de la VA brute	1959 1974	Varia- tion en pts	1975 1982	Varia- tion en pts	1983 1987	Varia- tion en pts	1988 2008	Varia- tion globale
Répartition de la valeur ajoutée brute								
Salaires	70,8	3,7	74,4	-2,7	71,7	-4,2	67,5	-3,3
Impôts sur les sociétés	3,7	-0,4	3,2	-0,2	3,0	0,6	3,6	-0,1
Profit brut après impôts	25,6	-3,2	22,4	2,9	25,3	3,6	28,9	3,2
Partage du profit brut après impôts entre créanciers et actionnaires								
Intérêts versés	3,9	2,5	6,4	0,2	6,6	-2,5	4,1	0,2
Autres charges	3,0	0,1	3,1	-0,3	2,8	-0,4	2,4	-0,5
Résultat brut	18,7	-5,9	12,8	3,0	15,9	6,5	22,4	3,7

Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

Les charges d'intérêt sont calculées nettes des revenus d'intérêt. La rubrique « Autres charges » contient un ensemble de charges nettes incluses dans les comptes d'« affectation de revenu primaire » et de « distribution secondaire du revenu » : cette rubrique comporte essentiellement des charges d'assurance nettes des indemnités, ainsi que les revenus nets des terrains et gisements.

fortement augmenté de la période 1959-1974 à la période 1975-1982, il recule d'autant (-2,5 points) entre la période 1975-1982 et la période 1988-2008.

En second lieu, on constate que la distribution de dividendes est une variable stratégique pour les dirigeants d'entreprise (tableau 3.2). Il convient de noter que pour parvenir à une description précise de l'utilisation du résultat brut, nous tenons compte des transferts nets et des subventions en capital. Ceci explique pourquoi il existe un écart entre, d'un côté, la somme des dividendes et de l'autofinancement et, de l'autre, le résultat brut¹. Nous pouvons souligner la répartition parfaitement équitable de la hausse de la part du résultat brut dans la valeur ajoutée sur longue période, que les dirigeants d'entreprise effectuent entre la distribution de dividendes et l'autofinancement. La part des dividendes dans la valeur ajoutée gagne en effet 2,1 points entre la période fordiste et la période où domine la finance de marché, tout comme la part de l'autofinancement.

En dernier lieu, la contraction de la part de l'investissement dans la valeur ajoutée durant la période 1988-2008 par rapport à la période 1959-1974 (-4,3 points) s'ajoute au

1. Nous effectuons par ailleurs une correction de l'autofinancement en raison de l'écart constaté entre d'une part l'autofinancement calculé par la différence entre les flux d'actif et de passif des comptes de patrimoine et d'autre part l'autofinancement calculé comme solde du compte de revenu et des transferts nets en capital et subventions. Ceci permet de rendre parfaitement compatible les flux des comptes de patrimoine et les flux de revenus. Néanmoins, les flux des comptes de patrimoine n'étant pas disponibles en base 2000 avant 1979, cette correction – minime – n'est effectuée qu'à partir de 1979.

net redressement de l'autofinancement (+2,1 points) et permet aux entreprises de réduire fortement leur besoin de financement (-6,5 points). Au final, le financement de l'acquisition de nouveaux biens en capital fixe ne nécessite plus qu'un très faible apport externe de capitaux sous forme de dette ou d'émission d'actions (-1,4% de la valeur ajoutée durant la période 1988-2008), situation unique au cours des cinq dernières décennies.

TABLEAU 3.2 – L'utilisation du résultat brut des sociétés non financières en France, en proportion de la valeur ajoutée brute au coût des facteurs

Moyenne par période en % de la VA brute	1959 1974	Vari- ation en pts	1975 1982	Vari- ation en pts	1983 1987	Vari- ation en pts	1988 2008	Vari- ation globale
Affectation du résultat brut entre dividendes distribués, autofinancement et transferts en capital								
Résultat brut	18,7	-5,9	12,8	3,0	15,9	6,5	22,4	3,7
Transferts en capital	1,7	0,0	1,7	-0,1	1,6	0,6	2,2	0,5
Ressources internes	20,4	-5,9	14,5	2,9	17,5	7,1	24,6	4,2
- Dividendes versés	-4,1	1,0	-3,1	-0,8	-3,9	-2,3	-6,2	-2,1
Autofinancement brut	16,3	-4,9	11,4	2,1	13,6	4,9	18,4	2,1
Dépense d'investissement brut et son financement								
- Investissement brut	-24,2	3,6	-20,6	1,6	-19,1	-0,8	-19,9	4,4
Autofinancement brut	16,3	-4,9	11,4	2,1	13,6	4,9	18,4	2,1
± Financement externe*	-7,9	-1,3	-9,2	3,7	-5,5	4,1	-1,4	6,5

Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

* Un signe négatif correspond à un besoin de financement. Les dividendes sont calculés nets des dividendes reçus.

Des études récentes telles que celles de Sylvain (2007) et de Cette et Sylvain (2009) tendent à minimiser la hausse du taux de marge – la baisse de la part salariale. À la lumière de nos résultats, il semble néanmoins difficile de nier cette tendance que constatent également Artus et Cohen (1998), Pionnier (2009), Husson (2009, 2010) et Dünhaupt (2010). La hausse de la part des salaires de 1974 à 1981 a lieu sous l'effet combiné de la crise du régime fordiste et des deux chocs pétroliers. Dès 1983, le gouvernement français met en place une politique de désinflation compétitive portant essentiellement sur la désindexation des salaires sur l'inflation. Par la suite, le redressement du taux de marge correspond à une phase de restauration des profits pour les entreprises (Cette et Sylvain, 2009), amplifiée par le contre-choc pétrolier de 1986. Comme l'affirment Cette et Sylvain (2009), nous ne pouvons prendre le point haut de la part salariale en 1981 comme point de référence pour situer le niveau de la part salariale aujourd'hui. Néanmoins, l'écart très net entre le niveau de la part des salaires depuis la fin des années 1980 et ce même niveau des années 1960

jusqu'au milieu des années 1970, montre que la pression que les entreprises exercent sur la part salariale dans le régime d'accumulation financiarisé est nettement plus forte que durant la période fordiste. De ce fait, le taux de marge atteint un niveau élevé au moment où le taux d'investissement s'est effondré. On retrouve ici le problème du bouclage macroéconomique du régime d'accumulation, l'écart entre ces deux taux étant nettement plus important dans le régime financiarisé.

1.2 Une déconnexion entre la progression du salaire réel et la progression de la productivité moyenne du travail

La faiblesse de la part salariale exprime les restrictions que les dirigeants exercent sur les salaires dans le régime d'accumulation financiarisé. Nous souhaitons mettre en évidence ce comportement au cours de cette section. Pour ce faire, nous précisons tout d'abord la dépendance de l'évolution de la part salariale aux gains de productivité et à la croissance des salaires (1.2.1). Nous réalisons ensuite cette décomposition pour la France, les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne (1.2.2).

1.2.1 La décomposition du coût salarial unitaire

Le niveau de la part salariale exprime un rapport entre deux évolutions : l'évolution du salaire réel et l'évolution de la productivité moyenne du travail. Au-delà de la question des prix relatifs de la valeur produite par les sociétés non financières et des biens à la consommation, le partage des gains de productivité revêt un rôle crucial dans la formation de la part salariale. Pour le montrer, et à l'image de Cette et Sylvain (2009) ou de Husson (2010), nous exprimons le partage de la valeur ajoutée z en fonction du salaire réel, de la productivité du travail et du prix relatif des biens de consommation et de l'ensemble des biens produits :

$$z = \frac{W}{p_y Y} = \frac{wN}{p_y Y} = \left(\frac{w}{p}\right) \left(\frac{N}{Y}\right) \left(\frac{p}{p_y}\right) \quad (1.2)$$

Avec w taux de salaire nominal, N quantité de travail employé, Y valeur ajoutée, p_y prix de la valeur ajoutée et p prix à la consommation. Le premier facteur du membre de droite de l'équation 1.2 correspond au salaire réel moyen, le deuxième facteur à l'inverse de la productivité du travail et le troisième aux prix relatifs des biens de consommation et de

l'ensemble des biens produits.

La pression que les directions d'entreprise exercent sur le partage de la valeur ajoutée est équivalente à une réduction du coût salarial réel, hors évolution du prix relatif des biens. Dans ce cadre, la variation du coût salarial réel z se définit en effet comme suit :

$$\begin{aligned}\delta z &= \delta \left(\frac{w}{\frac{Y}{N}} \right) \\ \delta z &= \delta \frac{w}{p} - \delta \frac{Y}{N} \\ \dot{z} &= \dot{\bar{w}} - y'_N\end{aligned}$$

Avec $\dot{\bar{w}} = \delta \left(\frac{w}{p} \right)$ salaire réel et $y'_N = \delta \frac{Y}{N}$ productivité marginale du travail.

Compte tenu de cette réalité comptable, la question centrale porte sur l'origine de la baisse du coût salarial réel : est-elle due à de forts gains de productivité ou à un recul des revenus salariaux réels, voire aux deux ? S'il s'agit d'un partage de forts gains de productivité défavorable aux salariés, les ménages peuvent accroître leur consommation sans un recul du taux d'épargne, puisque leurs revenus augmentent. Dans le cas contraire et en l'absence d'endettement, une baisse de leur taux d'épargne est nécessaire pour assurer la solvabilité de leur demande.

1.2.2 Évolution du coût salarial unitaire dans quatre pays

Nous reportons dans le tableau 3.3 l'évolution et la décomposition du coût salarial réel hors évolution du prix relatif des biens aux 4 grands pays de l'OCDE, à savoir les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France, depuis 1960. Cet ensemble de données permet non seulement de retracer les origines de l'évolution de la part salariale, mais aussi de mettre en perspective ces résultats vis-à-vis de modèles de croissance très divers quant au mode de financement des entreprises. Comme le fait Husson (2010), nous déterminons ici la productivité apparente du travail à partir de la production globale de chaque pays aux coûts des facteurs, obtenant ainsi des résultats relativement comparables². Nous avons par ailleurs recours à des données de salaires corrigées de la non-salarisation (AMECO, 2011), dans lesquelles un salaire moyen est attribué aux non-salariés, comme le fait notamment Sylvain (2007).

2. Selon Husson (2010), les données portant uniquement sur les sociétés non financières souffrent d'importantes différences comptables.

TABLEAU 3.3 – Décomposition et évolution du coût salarial unitaire réel de 4 pays de 1961 à 2008

Taux de croissance annuel moyen en % sur les périodes	1961 1974	Varia- tion en pts	1975 1982	Varia- tion en pts	1983 1986	Varia- tion en pts	1987 2008
Etats-Unis							
Productivité apparente du travail	2,2	-1,2	1,0	0,8	1,7	-0,1	1,7
Salaire réel	2,1	-2,3	-0,2	1,3	1,0	-0,2	0,9
Coût salarial unitaire réel	0,0	-1,1	-1,2	0,5	-0,7	-0,1	-0,8
Royaume-Uni							
Productivité apparente du travail	2,4	-1,2	1,2	1,4	2,6	-0,9	1,7
Salaire réel	3,0	-1,8	1,2	1,3	2,5	-0,3	2,2
Coût salarial unitaire réel	0,5	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	0,7	0,5
France							
Productivité apparente du travail	5,2	-3,2	2,0	-0,1	2,0	-0,6	1,3
Salaire réel	5,2	-2,5	2,7	-2,2	0,5	0,4	0,9
Coût salarial unitaire réel	0,0	0,7	0,7	-2,2	-1,5	1,0	-0,5
Allemagne							
Productivité apparente du travail	4,1	-2,2	1,9	-0,6	1,3	0,0	1,3
Salaire réel	5,5	-4,3	1,2	0,1	1,3	-1,1	0,2
Coût salarial unitaire réel	1,4	-2,1	-0,7	0,7	0,0	-1,1	-1,1

Source : AMECO (2011), calculs de l'auteur. Dans le cas de l'Allemagne, l'année 1991 n'est pas incluse dans les moyennes de variations annuelles et les données avant 1991 portent sur l'Allemagne de l'Ouest. Les salaires sont corrigés de l'indice des prix à la consommation.

En France, la chute des gains de productivité explique la hausse de la part des salaires dans la valeur ajoutée entre les périodes 1959-1974 et 1975-1982, en dépit d'un recul des salaires. Par la suite, c'est l'effondrement des salaires entre la période 1975-1982 et 1983-1987 (le taux de croissance des salaires chute de 2,2 points) qui permet le redressement du taux de marge. La productivité recule ensuite entre les deux dernières périodes et le redressement des salaires – la croissance des salaires s'accélère de 0,4 point contre une baisse de 0,6 point des gains de productivité – explique le ralentissement de la baisse du coût salarial unitaire. En Allemagne, le ralentissement considérable des salaires réels compense largement le recul des gains de productivité et entraîne une baisse régulière du coût salarial sur l'ensemble de la période 1961-2008.

Aux États-Unis, les gains de productivité ralentissent jusqu'à la période 1975-1982, pour se redresser ensuite, puis stagne entre la période 1983-1987 et la période 1988-2008. Cette dernière évolution de longue période masque cependant le maintien de ce taux à un haut niveau durant la période 1995-2000, notamment sous l'effet de l'introduction des nouvelles technologies de l'information et la communication, ou NTIC (Brender et Pisani,

2004). Le ralentissement des salaires sur longue période est légèrement supérieur à celui des gains de productivité (respectivement -1,2 point et -0,5 point entre les périodes 1961-1974 et 1988-2008) et le coût salarial unitaire ralentit quelque peu sur l'ensemble de la période. Artus (2009c) obtient des résultats assez proches. L'évolution des termes de l'échange rapportant le prix des biens à la consommation au prix de l'ensemble des biens échangés explique que la part salariale stagne sur longue période. Au Royaume-Uni, le ralentissement des salaires sur longue période est équivalent au recul des gains de productivité, conduisant à une stagnation du coût salarial unitaire réel entre la première et la dernière période.

Le point commun à ces quatre pays est celui d'une évolution défavorable sur longue période des salaires. On observe ainsi un ralentissement de 1,2 point aux États-Unis et de 0,8 point au Royaume-Uni entre les périodes 1961-1974 et 1988-2008. Le ralentissement est bien plus franc pour l'Allemagne et la France, puisque la croissance des salaires recule respectivement de 5,3 et 4,3 points dans ces derniers pays. Ce ralentissement des salaires sur longue période aux États-Unis et au Royaume-Uni masque par ailleurs un accroissement certain des inégalités salariales depuis la période 1975-1982 (Aglietta et Berrebi, 2007 ; Boyer, 2009).

À travers ces résultats, l'application du principe de la valeur actionnariale transparaît plus fortement pour certains pays que pour d'autres. Durant la période fordiste, l'augmentation des salaires réels est équivalente aux gains de productivité aux États-Unis et en France. Au cours de la période correspondant au régime d'accumulation financiarisé, c'est en revanche en attribuant une partie des gains de productivité, pourtant déjà faibles, aux profits et non aux salaires que les dirigeants d'entreprise soutiennent le profit net et en dernière analyse le résultat net obtenu par les actionnaires. En France, la politique de déconnexion entre salaires et gains de productivité du début des années 1980, orchestrée en raison de la crise du modèle fordiste et des tensions inflationnistes, joue par ailleurs un rôle non négligeable dans le ralentissement de la progression des salaires réels (Sylvain, 2007 ; Aglietta et Berrebi, 2007 ; Lordon, 2009). En Allemagne, la hausse des salaires, supérieure aux gains de productivité de 1961 à 1974, lui devient en revanche nettement inférieure de

1987 à 2008.

1.3 Le niveau élevé du taux de marge des groupes cotés

Le comportement des groupes est particulièrement éclairant concernant le partage de la valeur ajoutée. Si l'on observe des évolutions semblables à celles que l'on constate dans l'économie française prise dans son ensemble, leur ampleur est tout autre. La part du profit après impôts dans la valeur ajoutée s'accroît fortement durant les deux dernières décennies, puisqu'elle gagne 5,5 points entre les périodes 1992-1995 et 2005-2008 (tableau 3.4). Les impôts sur les sociétés qui gagnent 5,1 points dans la valeur ajoutée entre les deux mêmes périodes, ont un impact négatif sur le profit après impôts. Ces deux évolutions ont pour contrepartie un recul considérable de la part salariale, de -10,7 points sur l'ensemble de la période. Concernant les prélèvements financiers, on observe à nouveau un phénomène de rééquilibrage entre actionnaires et créanciers, qui s'explique par deux facteurs, à savoir (i) la baisse des taux d'intérêt et (ii) l'évolution de la structure des bilans sur longue période, avec un poids de la dette qui devient inférieur à celui des fonds propres (du Tertre et Guy, 2009). La part des dividendes s'accroît régulièrement, à la fois dans les phases ascendantes ou descendantes de cycles. Elle gagne 4,6 points entre les périodes 1992-95 et 2004-08. La part des charges d'intérêts recule en revanche de 3 points dans le même temps.

Il s'ensuit que les grands groupes dégagent une capacité de financement³ – ou autofinancement – conséquente en fin de période. L'augmentation du taux de marge est en effet bien supérieure à celle des prélèvements financiers totaux. Enfin, le besoin de financement externe est nettement plus faible durant la dernière période (2005-2008) que durant les années 1992-1995. Les groupes parviennent en effet à dégager une capacité de financement sur la période 2001-2004, phase de crise du cycle d'investissement engendré par la bulle financière sur les valeurs technologiques. Cette période est suivie par le retour d'un très faible besoin de financement externe – -0,7% de la valeur ajoutée – de 2005 à 2008. Ce

3. La notion de capacité de financement brute ici évoquée est à rapprocher de la capacité d'autofinancement des tableaux de flux de trésorerie, à laquelle est retranchée la variation du besoin en fonds de roulement pour obtenir l'autofinancement brut de la firme. Elle en diffère cependant par le fait que le calcul de la capacité d'autofinancement se déduit du résultat net par retrait des produits calculés et ajouts des charges calculées.

TABLEAU 3.4 – Répartition de la valeur ajoutée brute des groupes non financiers du SBF 250, de leurs dépenses d'investissement et de leurs moyens de financement

Moyenne par période en % de la VA brute	1992 1995	Vari- ation en pts	1996 2000	Vari- ation en pts	2001 2004	Vari- ation en pts	2005 2008	92-95 05-08 en pts
Répartition de la valeur ajoutée brute								
Salaires	66,4	-6,0	60,4	1,1	61,4	-5,7	55,7	-10,7
Impôts	3,2	3,1	6,3	0,5	6,8	1,6	8,4	5,1
Profit brut après impôts	30,4	3,0	33,4	-1,6	31,7	4,2	35,9	5,5
Partage du profit brut après impôts entre créanciers et actionnaires								
Intérêts (portant sur la dette financière nette)	6,3	-2,5	3,7	-0,2	3,5	-0,2	3,3	-3,0
Résultat brut des amortissements	24,1	5,5	29,6	-1,4	28,2	4,4	32,7	8,5
Affectation du résultat brut entre dividendes distribués et capacité d'autofinancement								
Dividendes versés	2,1	1,2	3,2	1,3	4,5	2,2	6,7	4,6
Autofinancement brut	22,1	4,4	26,4	-2,7	23,8	2,3	26,0	3,9
Dépense d'investissement brut et son financement								
= Investissement brut	24,7	8,4	33,0	-9,5	23,5	3,2	26,8	2,1
Autofinancement brut	22,1	4,4	26,4	-2,7	23,8	2,3	26,0	3,9
± Financement externe*	-2,6	-4,0	-6,6	6,8	0,2	-1,0	-0,7	1,9

Sources : Thomson One Banker (2009) et du Tertre et Guy (2009), calculs de l'auteur.

* Un signe négatif correspond à un besoin de financement.

besoin de financement demeure faible en raison de la frilosité des groupes en matière d'investissement, puisque le taux d'investissement ne gagne que 3,2 points entre la période de crise sur les valeurs technologiques (2001-2004) et la période de reprise (2005-2008), contre 8,4 points supplémentaires lors de la période d'emballement sur les valeurs technologiques (1996-2000) par rapport à la période de quasi-stagnation (1992-1995).

2 Mondialisation et pression sur la part salariale

L'internationalisation du processus de production des entreprises – différentes composantes du phénomène de mondialisation – jouent un rôle décisif dans le faible niveau du partage de la valeur ajoutée en France au cours de la période où domine la finance de marché, rôle qu'il convient ici de préciser. Les entreprises profitent en effet de la menace des délocalisations pour accentuer la pression qu'elles exercent sur la part salariale (2.1). Nous montrons par ailleurs que l'internationalisation de l'activité des groupes joue un rôle très important dans la hausse de leur taux de marge et, par suite, dans les restrictions que

les entreprises exercent sur les salaires réels en France (2.2).

2.1 Principe de la valeur actionnariale et délocalisations

Le recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée est un phénomène général qui touche tous les pays industrialisés. Husson (2010) observe cette évolution dans le cas des pays de l'Union européenne à 15 depuis le début des années 1960, tout comme dans le cas des 15 pays les plus riches de l'OCDE depuis le milieu des années 1970. Dans le contexte d'une économie mondialisée⁴, Michalet (2007) observe que la pression que les dirigeants d'entreprise exercent sur les salariés des pays industrialisés trouve en particulier sa source dans l'émergence d'une concurrence internationale, réelle ou supposée, de la part des salariés des pays émergents. Selon Palley (2007) et Sylvain (2008), le développement des échanges internationaux et des flux d'investissement directs dans les pays industrialisés a un impact fortement négatif sur l'évolution de la part salariale dans les pays industrialisés, du fait de l'affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés.

Selon Fontagné et Cohen (2005) et Michalet (2007), les délocalisations au sens strict s'entendent comme la fermeture d'une partie des activités d'une entreprise voire son intégralité, s'accompagnant en parallèle de l'implantation d'une unité de production au sein d'un autre pays, puis de la réimportation dans le pays d'origine d'une partie des biens produits. Ce comportement peut avoir deux justifications : (i) la recherche d'un avantage en termes de coût de production ou (ii) la recherche d'un avantage en termes de débouchés. Dans une définition plus large, on parle de délocalisation dès lors qu'une entreprise industrielle importe des biens produits par des sous-traitants pour compenser la fermeture d'une usine.

Selon Fontagné et Toubal (2010), l'implantation d'une filiale de type horizontal, qui a pour caractéristique de répliquer la chaîne de production du pays d'origine, n'est pas considérée comme une délocalisation si sa création a pour but la conquête de nouveaux marchés. Il en va de même pour l'implantation de filiale de type vertical, dont l'activité est complémentaire à la chaîne de production dans le pays d'origine.

Les effets des délocalisations sur l'emploi dans le pays d'origine sont complexes. Palley

4. Nous raisonnons néanmoins pour le moment avec une balance courante équilibrée.

(2007) et Fontagné et Toubal (2010) observent qu'il existe un effet de substitution entre l'emploi dans le pays d'accueil de l'entreprise et le pays d'origine. Toutefois, dans tous les cas d'implantation, on observe aussi un « effet-revenu » grâce aux nouvelles parts de marché que l'entreprise multinationale obtient, ce qui peut avoir un impact positif sur l'emploi du pays d'origine. C'est l'importance de l'effet de substitution dans le cas des délocalisations qui explique que ces dernières constituent une importante menace pour les salariés du pays d'origine.

Michalet (2007) souligne que ce sont de plus en plus des raisons financières et non des raisons industrielles⁵ qui conduisent les dirigeants à opérer ce type de réorganisation industrielle. Le principe de maximisation de la valeur actionnariale conduit en effet certaines entreprises à supprimer des activités rentables dans leur pays d'origine pour deux raisons essentielles. En premier lieu, elles peuvent ouvrir des usines dans des pays émergents pour profiter notamment de coûts unitaires inférieurs et renforcer par ce biais la rentabilité globale de l'entreprise. En second lieu, elles ont la possibilité de sous-traiter une partie de l'activité dans un pays d'accueil, réduire ce faisant les fonds propres et pousser à la hausse la rentabilité financière. Ainsi, plus que la concurrence des salariés des pays émergents, ce sont les exigences actionnariales qui conduisent à rendre réelle la menace des délocalisations et à affaiblir le pouvoir de négociation des salariés.

Aubert et Sillard (2005) précèdent une évaluation du coût en emploi des délocalisations pour la France de 1995 à 2001. Ils admettent l'existence d'une opération de délocalisation lorsqu'un groupe réduit substantiellement ses effectifs sur moyenne période (25% de baisse sur trois ans) et que les importations intra-groupes vers le pays d'origine s'accroissent dans le même temps. Selon ce chiffrage, les délocalisations ont conduit à la destruction de 13 500 emplois par an durant ces sept années à comparer aux 500 000 emplois détruits chaque année en France durant cette même période. Barlet *et al.* (2007) procèdent aux mêmes calculs pour la période 2000-2003 et évaluent à 14 975 le nombre d'emplois supprimés chaque année pour cause de délocalisation. Cet ensemble de résultat corrobore l'idée selon laquelle les délocalisations sont plus complémentaires que substituables aux exportations.

5. Les dirigeants évoquent ainsi en particulier la faiblesse des coûts de production dans les pays émergents.

D'après ces observations, l'impact des délocalisations au sens large sur l'emploi en France est pour le moment relativement faible. Cependant, des exemples récents d'entreprises renégociant les contrats de leurs salariés en termes de temps de travail et de salaire⁶ confirment l'idée de Michalet (2007) selon laquelle les dirigeants se servent avant tout des délocalisations comme d'une menace pour exercer un rapport de force dans la négociation salariale. L'attractivité grandissante des pays émergents devrait par ailleurs accélérer le phénomène des délocalisations dans les prochaines années et ainsi renforcer l'impression de concurrence et la pression sur le partage des revenus.

2.2 L'internationalisation de l'activité des groupes

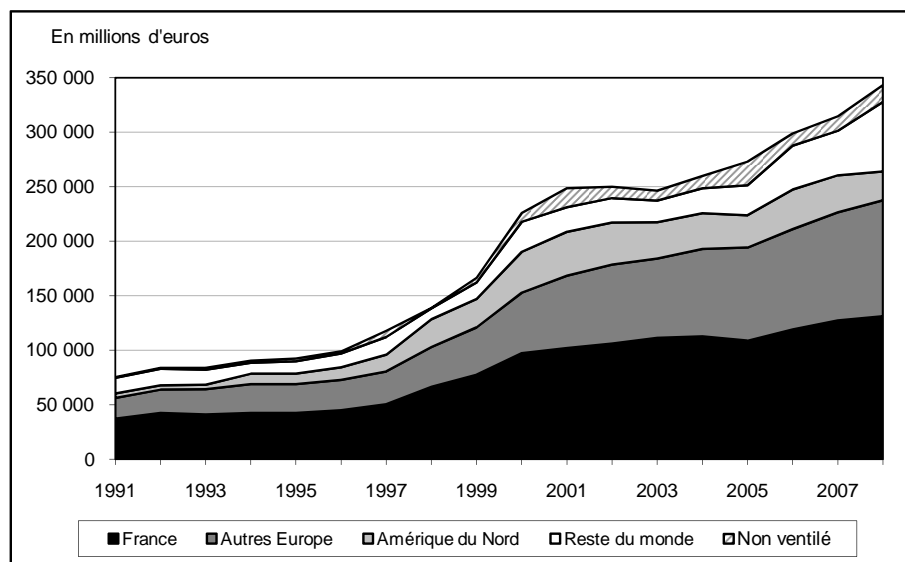
La différence majeure en termes de taux de marge et en termes de rendements entre les grands groupes cotés et l'ensemble des entreprises françaises tient au fait que le périmètre d'activité des groupes diffère sensiblement de celui retenu en comptabilité nationale. Cette différence de champ géographique a un intérêt évident compte tenu de l'internationalisation croissante des groupes que montre notamment Artus (2007). De fait, elle permet de montrer que l'activité des groupes est profondément déconnectée de celle de leur économie nationale d'origine. Ce constat est crucial compte tenu de l'effet d'entraînement que les grandes entreprises cotées exercent sur les comportements stratégiques des entreprises développant leur activité sur le territoire français. Les groupes cotés publient des comptes consolidés qui retiennent les résultats réalisés sur l'ensemble des activités à l'étranger en sus des activités sur le territoire national (Commissariat général du Plan, 2002b ; Vernimmen *et al.*, 2010). De ce fait et à la différence de ce que l'on observe pour l'ensemble des entreprises, le taux de marge des grands groupes augmente de manière continue depuis le début des années 1990.

Le partage de la valeur ajoutée au sein des grands groupes évolue en nette défaveur des salariés depuis le début des années 1990. L'accroissement de la valeur ajoutée brute est toutefois nettement plus prononcé dans le cas des grands groupes depuis 1992 que pour

6. Parmi de nombreux exemples (de Comarmond et François, 2010), on peut ainsi évoquer les référendums auprès des salariés dans les usines Continental de Sarreguemines en décembre 2007 et de Toulouse en septembre 2010 (Ambrosi, 2007 ; Marcaillou, 2010), ou encore le vote dans les usines Caterpillar de Grenoble en avril 2009 (Serraz, 2009).

l'ensemble des entreprises nationales. En effet, la valeur ajoutée des groupes a été multipliée quasiment par 4 de 1992 à 2008, contre 1,8 pour l'ensemble des entreprises en données de comptabilité nationale⁷. On perçoit aisément le rôle qu'a joué l'internationalisation des grands groupes sur leur niveau de vente global et par suite sur leur rentabilité, comme l'affirment Delaveau et du Tertre (2007). En effet, selon les données du FMI (2010), la croissance mondiale est nettement supérieure à celle de la France depuis deux décennies : l'écart est de 1,2 point pour la période 1990-1999 puis de 2,2 points entre 2000 et 2008. Le différentiel de croissance est tel que les groupes cotés profitent de débouchés supérieurs à ceux des entreprises résidant sur le territoire national. Ils ont profité de l'internationalisation de leur activité pour réduire plus encore le coût salarial réel en raison de la pression que la concurrence des pays émergents exerce sur les prix relatifs sur les marchés internationaux de biens (Krugman, 2001 ; Aglietta et Berrebi, 2007).

GRAPHIQUE 3.2 – Répartition géographique du chiffre d'affaires des groupes non financiers du SBF 250 de 1991 à 2008



Sources : Thomson One Banker (2009) et du Tertre et Guy (2009), calculs de l'auteur. Les données sont cylindrées de façon à travailler sur un échantillon constant tout au long de la période étudiée. L'échantillon comporte ainsi 45 groupes non financiers du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom.

Artus (2007) montre que les groupes du CAC 40 réalisent près des deux tiers de leurs

7. Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

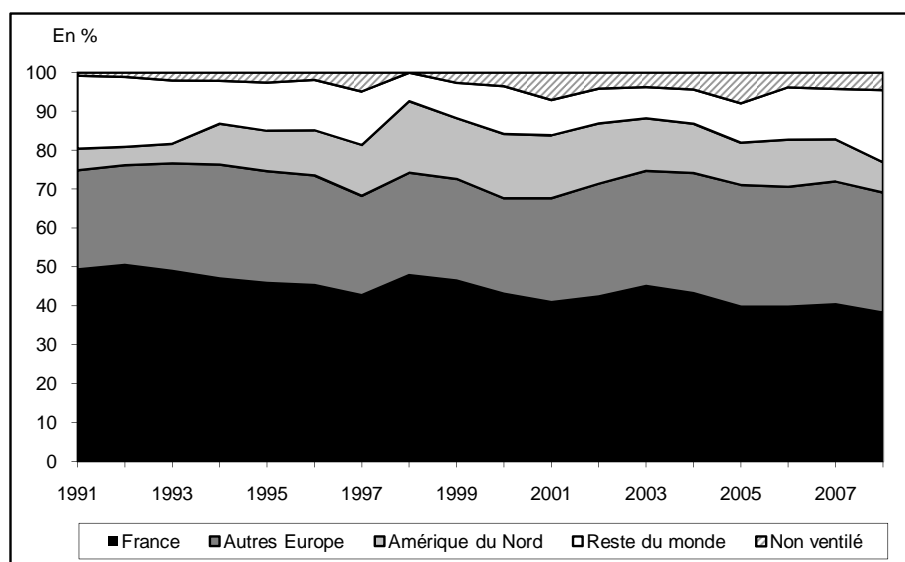
chiffres d'affaires à l'étranger en 2006, avec une forte européanisation de l'activité notamment (41,1% du chiffre d'affaires). Aggarwal *et al.* (2011) étudient quant à eux les grands groupes cotés de chaque pays du G7⁸. Ils observent que les groupes français font partie des plus internationalisés puisque seul 6% des groupes ont une activité uniquement domestique, ce qui est le cas de 5% des groupes en Allemagne, 8% au Royaume-Uni et surtout 29% aux États-Unis.

Nos données confirment ce constat. Nous présentons dans le graphique 3.2 l'importance des différentes zones de ventes en millions d'euros dans le chiffre d'affaires des sociétés non financières du SBF 250, pour les 45 groupes de notre échantillon pour lesquels la répartition géographique du chiffre d'affaires est disponible (Hors Vivendi et France Télécom). Le véritable tournant se situe en 1997. À cette date, les groupes redéploient vivement leurs activités sur le plan international. Les opérations de fusion-acquisition jouent un rôle de premier plan dans cette évolution. Le phénomène est quasi continu si l'on excepte la période de ralentissement économique mondial en 2003-2005. À chaque redressement de l'activité économique, les dirigeants d'entreprise relancent des projets de fusion-acquisition et l'internationalisation de leurs ventes s'accroît (du Tertre et Guy, 2009).

Si l'on raisonne en mesurant la répartition géographique du chiffre d'affaires en parts relatives (graphique 3.3), on observe l'ampleur que prend l'internationalisation de l'activité des groupes sur toute la période. Ils réalisent 49,4% du chiffre d'affaires en France en 1991 et seulement 38,3% en 2008. Cet accroissement de l'activité à l'étranger est essentiellement dirigé vers l'Europe, puisque la part des ventes vers cette région s'accroît de 5,5 points sur la même période. Elle augmente aussi à destination de l'Amérique du Nord (+2,1 points) et de l'Asie (+4,7 points). Pourtant, concernant cette dernière zone, le résultat est relativement inattendu puisque ce ratio s'est clairement stabilisée après 1998 (+0,4 point de 1998 à 2008). La part des activités réalisées en Amérique du Nord recule quant à elle après 1998 au bénéfice d'une catégorie de pays plus large, non identifiée, désignée sous le terme de reste du monde. Toutefois, l'importance de cette dernière catégorie ne retrouve pas en fin de période son niveau de début de période (13,5% contre 18,3%).

8. Pour la France, il s'agit de l'indice SBF 120, pour les États-Unis du S&P 500, pour l'Allemagne du HDAX 110 et pour le Royaume-Uni du FTSE 100.

GRAPHIQUE 3.3 – Répartition géographique en % du chiffre d'affaires des groupes non financiers du SBF 250 de 1991 à 2008



Source : Thomson One Banker (2009), calculs de l'auteur. Échantillon comportant 45 groupes non financiers du SBF 250, hors Vivendi et France Télécom.

Nous pouvons tirer plusieurs enseignements de ces évolutions. On constate tout d'abord que les groupes ont essentiellement réorienté leur activité à destination de zones industrialisées. Ceci implique que lorsqu'ils se lancent dans des opérations de fusion-acquisition, leur but est essentiellement de s'assurer des débouchés supplémentaires. *A contrario*, le niveau de la part des ventes que les entreprises réalisent en Asie nous permet de confirmer la réorientation d'une partie des activités vers les pays émergents dans un but d'économie de main-d'œuvre. Toutefois la stabilité de la part de l'activité des entreprises en Asie depuis une décennie conduit à relativiser ce diagnostic.

Ces observations donnent un nouvel écho au constat de Michalet (2007) et d'Artus et Virard (2005) selon lequel, à l'heure actuelle, les délocalisations apparaissent principalement comme une menace brandie par les directions d'entreprise afin d'obtenir des concessions salariales, plutôt que comme un risque réel se manifestant sur une grande échelle. Les grandes entreprises jouent à la fois de cette menace et de leur avantage en termes de marge, dont elles bénéficient grâce à leurs positions oligopolistiques sur le marché, pour profiter plus que toute autre du recul de la part salariale constaté dans l'ensemble des pays industrialisés et notamment en Europe (OCDE, 2008 ; Husson, 2010).

En résumé, le décalage entre le recul de la part salariale des groupes non financiers du SBF 250 depuis 1992 et sa baisse très légère pour l'ensemble des entreprises françaises a deux explications principales : (i) les grands groupes ont accru leurs marges en profitant de débouchés plus importants que la moyenne des entreprises françaises ; et (ii) ils ont aussi profité de leur situation monopolistique pour obtenir une compression des prix de la part de l'ensemble de la chaîne de fournisseurs et pour exercer une pression sur les salaires. C'est notamment grâce à ces comportements qu'ils obtiennent un accroissement de leur taux de marge (tableau 3.4) et qu'ils parviennent à maximiser leur rentabilité financière et, plus largement, à mettre en œuvre le principe de la valeur actionnariale. La pression sur les salaires réels est de ce fait constante depuis deux décennies, qu'il s'agisse pour les grandes entreprises de respecter les exigences actionnariales ou pour les PME de répondre aux exigences des groupes portant sur les prix des entreprises faisant partie intégrante de la chaîne de production⁹.

3 Évolution du taux d'épargne des ménages en France et effets de richesse

Lors de l'installation du régime d'accumulation financiarisé, nous observons un niveau du taux d'épargne des ménages français inférieur à celui de la période fordiste. Ce recul du taux d'épargne est parallèle au développement de la déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation, le comportement d'épargne facilitant de fait la réalisation du profit dans le régime financiarisé. Le taux d'épargne des ménages se redresse légèrement par la suite, mais il se maintient à un niveau inférieur à son niveau moyen des années fordistes (3.1). De prime abord, ce résultat est pourtant paradoxal, compte tenu des enseignements de Kaldor (1961) puisque la faiblesse du taux d'épargne de l'ensemble des ménages va de pair avec le niveau peu élevé de la part salariale. Nous tentons d'expliquer ce phénomène

9. Lorsque les actionnaires ou, plus généralement, les investisseurs institutionnels exigent des dirigeants une rentabilité financière à court terme la plus élevée possible, ce sont les grands groupes cotés qui subissent en premier lieu cette pression, mais cette dernière se reporte de fait sur l'ensemble de la chaîne de valeur (London, 2009). Autrement dit, de fournisseur en fournisseur, chaque PME, même lorsqu'elle n'est pas intégrée à un groupe mais liée à la production d'une entreprise cotée, est indirectement confrontée à cette même pression. Cette dernière s'exprime sous la forme d'une baisse des prix que les entreprises clientes sont prêtes à accepter.

par l'existence d'effets de richesse financiers et immobiliers (3.2). Toutefois, la littérature à ce sujet conclut dans son ensemble à la faiblesse des effets de richesse en France. Ces effets assez limités ne sont que partiellement compensés par la financiarisation du bilan des ménages, les possibilités d'endettement de ces derniers étant par ailleurs assez restreintes en comparaison aux pays anglo-saxons (3.3). Ces différents éléments ne nous semblent pas pouvoir expliquer le bas niveau du taux d'épargne des ménages dans le régime d'accumulation financiarisé en France, mais sont à l'origine du retrait moins prononcé de ce taux que dans les pays anglo-saxons, de la période fordiste à la période où domine la finance de marché.

3.1 La faiblesse récente du taux d'épargne des ménages

L'étude du taux d'épargne des ménages nécessite d'être menée avec quelques précautions en raison des différences conceptuelles entre l'épargne des ménages mesurée en comptabilité nationale et le taux d'épargne des salariés défini sur le plan strictement théorique. Il existe en effet deux sources de décalage entre le taux d'épargne des ménages fourni par la comptabilité nationale et le taux d'épargne des salariés qui est utilisé dans le modèle post-keynésien qui sous-tend notre réflexion¹⁰.

Le premier décalage entre l'épargne des salariés dans le modèle théorique et l'épargne des ménages en comptabilité nationale porte sur les profits distribués, diminués de la dépense de consommation des détenteurs de titres financiers – l'épargne des détenteurs de titres financiers – que l'épargne des ménages inclut en comptabilité nationale.

La seconde source de décalage porte sur la question de l'épargne immobilière. Cette dernière est en effet incluse dans l'épargne des ménages en comptabilité nationale, puisque l'épargne correspond ici au solde des comptes de revenus des ménages, ce qui n'est pas le cas dans le modèle théorique. Dans ce dernier cadre en effet, le secteur immobilier n'a pas d'existence, de sorte qu'il ne verse pas de salaires et ne fournit aucun bien.

Les travaux de Kaldor (1961) montrent qu'une hausse du taux d'épargne des ménages devrait accompagner la baisse de la part salariale entre la période fordiste et la période où

10. Pour plus de détails, voir l'annexe B.6.

domine la finance de marché. Comme nous allons le voir, on observe pourtant un recul du taux d'épargne des ménages français entre ces deux périodes.

La comparaison du taux d'épargne des ménages d'un pays à l'autre est délicate à mener, parce que sa mesure dépend de façon cruciale de la méthode de calcul adoptée par la comptabilité nationale du pays considéré. Toutefois, nous entreprenons une comparaison du taux d'épargne des ménages en France – défini comme le rapport entre l'épargne et le revenu disponible des ménages – avec ce même taux d'épargne aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. Ceci nous permet d'opposer la situation dans les pays jugés comme les plus proches du régime théorique d'accumulation financiarisé – pays anglo-saxons – et les pays où le mode de financement des entreprises demeure proche du modèle d'économie d'endettement, malgré des évolutions récentes – comme l'est l'Allemagne (Lantenais, 2010) et à moindre égard la France.

Dans une étude qui porte sur les États-Unis et la France, Baudchon et Chauvin (1999) mettent à jour un nombre important de points problématiques quant à la comparaison des données entre les différents systèmes de comptabilité nationale. Les auteurs relèvent à la fois (i) des principes comptables parfois peu pertinents pour évaluer le niveau de l'épargne des ménages et (ii) d'importantes disparités entre les deux systèmes comptables.

Dans les comptes de ces deux pays, certaines méthodes de calculs pourtant similaires posent question. Le traitement des biens durables conduit aux différences les plus conséquentes. Les biens durables peuvent être considérés comme des investissements et retirés de la consommation, c'est-à-dire réintégrés dans l'épargne. En sus du problème de la consommation de biens durables, Harvey (2005) relève quant à lui le problème de la consommation de services publics (ou « consommation individualisable ») qui réduit le taux d'épargne des ménages en raison de leur financement sur la base d'impôts, d'une part, et celui de l'importance de la fiscalité sur la production (impôts indirects tels que la TVA) qui affecte l'épargne et réduit le taux d'épargne, d'autre part.

Baudchon et Chauvin (1999) désignent par ailleurs deux différences principales entre les systèmes français et américains. Tout d'abord, l'épargne proposée dans le compte des ménages français est brute des amortissements sur le capital fixe et nette dans les comptes américains. Ensuite, les intérêts de crédit de trésorerie ne sont pas intégrés au compte de

revenu en France à l'inverse des comptes américains. C'est aussi le cas des transferts au reste du monde.

Au final, selon ces deux études, les retraitements visant à harmoniser les référentiels comptables des États-Unis et de la France conduisent à s'approcher d'une notion de l'épargne plus pertinente d'un point de vue économique, mais ils ne modifient pas profondément l'analyse, puisque les écarts constatés entre les différents taux d'épargne étudiés – États-Unis et France pour la première, États-Unis, zone Euro et Japon pour la deuxième – persistent et parfois même s'accroissent. En bref, il convient de retenir que la non harmonisation du calcul de l'épargne implique que les écarts entre taux d'épargne de différents pays ne sont fiables qu'à partir de 2 à 3 points selon le propos de Blades (1983) relevé par Baudchon et Chauvin (1999).

Pour effectuer une comparaison du profil d'évolution des taux d'épargne des États-Unis, du Royaume-Uni et de la France (les données pour l'Allemagne n'étant disponibles que sur une très courte période), nous procédons à des calculs équivalents à ceux de Leetmaa *et al.* (2009). Nous n'effectuons pas de retraitements particuliers, mais comme dans la plupart des études dont celles citées ci-dessus, nous calculons un taux d'épargne brut pour chaque pays de manière à ne pas être confronté à des différences de calculs dans la consommation de capital fixe. Les résultats sont proches de ceux des travaux d'Aglietta et Berrebi (2007), Brender et Pisani (2007) et Leetmaa *et al.* (2009). Nous définissons trois grandes périodes (figure 1). Une première période couvre les années 1960 à 1974 et recouvre une grande partie de la période fordiste. La période suivante court de 1975 à 1980, c'est-à-dire la période de crise du Fordisme. Enfin, la dernière période s'étale de 1981 à 2008.

Le taux d'épargne des ménages français est très stable jusqu'au milieu des années 1970, autour de 18,9%. La période de crise est suivie d'un changement de comportement de la part des ménages, puisque leur taux d'épargne chute jusqu'en 1988 (graphique 1b). Les ménages ont par la suite tendance à épargner à nouveau plus fortement, mais le taux d'épargne se stabilise à partir de 1992 jusqu'en 2008. Entre la période fordiste et la période où domine la finance de marché cependant, le taux d'épargne perd 4,3 points en France.

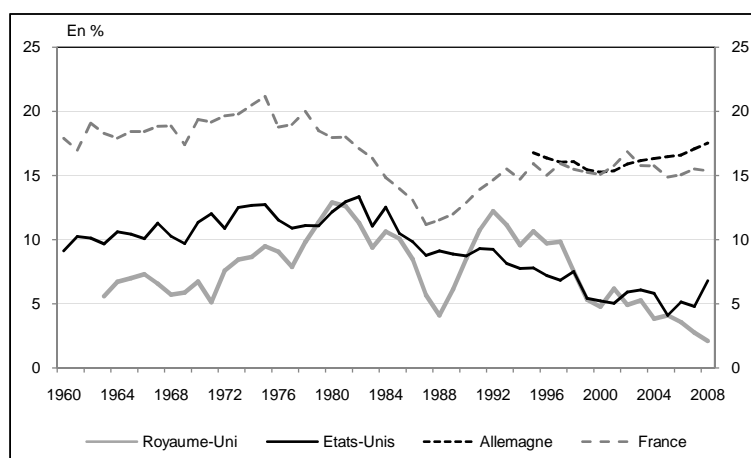
Aux États-Unis, le taux d'épargne demeure globalement stable jusqu'en 1980. Il entame

FIGURE 1 – Taux d'épargne brute des ménages pour quatre pays de 1960 à 2008

(a) Décomposition de l'évolution en trois périodes

En %	1960 1974	Vari- ation en pts	1975 1980	Vari- ation en pts	1981 2008
États-Unis	10,7	1,0	11,8	-4,0	7,8
Royaume-Uni	6,8	3,7	10,4	-3,1	7,4
France	18,7	0,3	19,0	-4,3	14,8
Allemagne	-	-	-	-	16,2

(b) Evolution sur l'ensemble de la période



Sources : INSEE (2009), Federal Reserve Board (2010), Destatis (2010) et Office for National Statistics (2010), calculs de l'auteur.

ensuite un long et franc recul. Entre les périodes 1960-1974 et 1981-2008, ce taux perd en effet 4 points.

Enfin, au Royaume-Uni, les ménages amplifient régulièrement leur tendance à épargner au cours de la période fordiste pour ensuite la réduire durant la période correspondant au régime d'accumulation financiarisé. Il s'ensuit que le taux d'épargne apparaît globalement stable entre les deux périodes. Ce résultat masque pourtant le fait que ce taux se situe en fin de période à un palier jamais atteint au long des cinq dernières décennies (2,5% en 2008 contre 5,6% en 1963).

Au final, la chute du taux d'épargne en France au début des années 1980 joue sans doute un rôle permissif dans la déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation en France. Son léger redressement au tournant des années 1990 rend par contre cette déconnexion plus problématique. Son niveau demeure pourtant faible par comparaison avec la

période fordiste, ce qui contribue à entretenir la déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation, puisqu'il facilite la réalisation du profit. Pour autant, le taux de profit est stable à haut niveau sur la même période et ne semble pas souffrir du léger redressement du taux d'épargne.

La faiblesse du taux d'épargne des ménages en France que nous observons durant la période propre au régime d'accumulation financiarisé par rapport à la période fordiste est paradoxale, compte tenu de la faiblesse de la part des salaires dans la valeur ajoutée dans le régime financiarisé. On peut affirmer par ailleurs que dans les pays anglo-saxons, la mise en place du régime d'accumulation financiarisé s'est accompagnée d'un recul prolongé et structurel du taux d'épargne des ménages, en dépit d'une relative stabilité du partage de la valeur ajoutée.

Berger et Daubaire (2003) proposent l'effet d'encaisse réelle comme principale explication à ce changement de comportement. Les ménages tentent de maintenir la valeur de leur épargne à travers une hausse du poids de l'épargne dans leur revenu, compte tenu du haut niveau d'inflation et en dépit du recul des salaires réels mentionné plus haut. Nous constatons cependant que le recul du taux d'épargne dans ces pays se poursuit au cours des années 2000 en dépit de la stabilité de l'inflation à un niveau peu élevé.

Selon ces auteurs, l'effet d'encaisse réelle entre en œuvre dans les années 1980 en France. Après un redressement ponctuel de l'effort d'épargne avec l'accélération de l'inflation, le taux d'épargne se maintient à un niveau bien inférieur à celui de la période fordiste en dépit du ralentissement des prix. Le même effet se produit dans les pays anglo-saxons et serait là aussi à l'origine du recul du taux d'épargne des ménages dans les années 1980. Ce taux d'épargne recule ensuite régulièrement durant la période caractérisée par la domination des marchés financiers et dans ces mêmes pays, mais l'effet d'encaisse réelle ne parvient plus à expliquer l'évolution du taux d'épargne des ménages à partir de la fin des années 1980. Nous proposons quant à nous, au cours de la section suivante, d'étudier le rôle possible des effets de richesse dans le comportement particulier d'épargne des ménages dans le régime d'accumulation financiarisé.

3.2 Les effets de richesse en France et le comportement d'épargne des ménages

En regard du recul régulier du taux d'épargne des ménages dans les pays anglo-saxons, la stabilité de ce taux en France au cours de la période où domine la finance de marché pose question quant à ses raisons et à ses conséquences sur la réalisation du profit. Nous analysons ces deux dimensions dans cette section.

La différence de comportement des ménages en termes d'épargne en France par comparaison aux pays anglo-saxons, provient en particulier de la faiblesse des effets de richesse en France. Les effets de richesse correspondent à l'impact que la valorisation du patrimoine des ménages peut avoir sur la perception que ces derniers ont de leurs revenus et, au final, sur leurs dépenses de consommation. On peut regrouper ces effets sous deux grandes catégories : (i) les effets de richesse dus aux actifs financiers – « sens strict » – et (ii) les effets dus aux actifs immobiliers – « sens large ». Il convient de noter, comme le fait Boyer (2000), que la notion d'effet de richesse ne se réduit pas à la théorie du revenu permanent (Friedman, 1957). Selon Boyer et contrairement à ce qu'avance cette dernière théorie, la notion d'effet de richesse n'est pas pertinente en permanence, mais est au contraire propre à un cadre institutionnel d'ouverture des marchés financiers aux ménages.

Lorsque les effets de richesse existent, la décision de consommation prend une dimension particulière. On peut résumer cette dernière de la façon suivante dans le cadre d'effets de richesse au « sens strict » : les ménages observent l'évolution des prix d'actifs sur les marchés financiers avant d'opérer un choix entre épargne et consommation (Boyer, 2000 ; Aglietta et Berrebi, 2007). Les ménages obtiennent des revenus financiers par le biais des marchés financiers, ce qui constitue une « partie des revenus du capital »¹¹. Mais cela leur permet surtout de profiter de plus-values et d'avoir un accès plus facile au crédit, grâce aux collatéraux supplémentaires obtenus lorsque les titres prennent de la valeur. Ces effets touchent les ménages les plus aisés.

Comme expliqué ci-dessus, on peut par ailleurs analyser ces effets de richesse dans un « sens large » en y ajoutant les effets dus aux actifs immobiliers, à savoir la possibilité

11. Aglietta et Berrebi (2007), p. 56. Nous nous attachons uniquement ici aux effets de richesse, la consommation de profit ayant été abordée plus haut.

pour les ménages d'emprunter sur la base des biens immobiliers utilisés comme collatéraux, comme le font par exemple Blot *et al.* (2009). La valorisation des biens immobiliers constitue de ce fait une autre source de soutien à la consommation. Dans ce cadre, la hausse des prix immobiliers permet aux ménages de proposer des gages plus élevés aux banques, ce qui leur facilite l'accès au crédit (Sapir, 2008). L'existence de crédits hypothécaires, particulièrement développés aux États-Unis (« *Home Equity Extraction* ») et au Royaume-Uni, favorise nettement cet effet (Chauvin et Damette, 2010). Les effets de richesse immobilière sont susceptibles de toucher l'ensemble des ménages, mais affecte en particulier les moins aisés.

Stockhammer (2008) estime que durant les deux dernières décennies, la cohérence macroéconomique du régime d'accumulation repose sur des effets de richesse liés aux prix de l'immobilier dans les pays anglo-saxons, en particulier aux États-Unis. Toutefois, selon ce même auteur, le système financier et le comportement des ménages ne se sont pas adaptés de la même façon au changement de régime d'accumulation en Europe. Selon Sapir (2008), c'est en effet la hausse des prix sur les marchés financiers et immobiliers qui a permis aux ménages nord-américains et britanniques une réduction de l'effort d'épargne parallèle avec le recul des salaires. Pour comprendre pourquoi la transformation du régime financier n'a pas permis de compenser la contraction du revenu réel en France, il est nécessaire de s'attarder sur les effets de richesse, sans pour autant prétendre brosser un tableau complet des travaux sur ce sujet.

Les études sur les effets de richesse financiers sont relativement nombreuses dans le cas des États-Unis, mais moins répandues pour les pays d'Europe continentale. Les travaux peuvent porter sur l'estimation de l'élasticité de la consommation à l'évolution du patrimoine et/ou sur l'estimation de propensions marginales à consommer. Dans le premier cas, il s'agit du taux de croissance attendu de la consommation pour un taux de croissance donné de la valeur du patrimoine étudié. Dans le deuxième cas, l'étude porte sur la variation marginale de la consommation suite à un accroissement de la valeur totale du patrimoine détenu. Les deux notions sont équivalentes lorsque le ratio qui rapporte la consommation au patrimoine étudié est stable (Chauvin et Damette, 2010). Nous reproduisons ici certains

résultats comparables, uniquement sous forme de propensions marginales à consommer.

Un certain nombre d'auteurs analyse ces effets de richesse pour les décennies 1980 et 1990 voire au-delà dans des publications récentes¹². Par exemple, Aviat *et al.* (2007) réalisent une estimation à partir d'un modèle vectoriel à correction d'erreur (VECM) pour la période 1985-2006 et obtiennent une propension marginale à consommer le patrimoine total (financier et immobilier) de 6 cents pour un dollar aux États-Unis, de 0,36 pence pour une livre sterling au Royaume-Uni et de seulement 0,4 centime pour un euro en France. Lettau et Ludvigson (2004) estiment quant à eux entre 3 et 5 cents pour un dollar gagné en terme de richesse la propension à consommer le patrimoine financier et Hammer (2005) entre 4 et 5 centimes pour un euro pour l'Allemagne. Chauvin et Damette (2010) évaluent la propension marginale à consommer la richesse financière à 4 centimes pour une évolution perçue comme permanente d'un euro de la richesse financière en France pour la période 1987-2006 (modèle à correction d'erreur). Ces derniers auteurs réalisent aussi une estimation pour le patrimoine immobilier et obtiennent une propension inférieure, de 2 centimes pour un euro. Les résultats sont assez hétérogènes en ce qui concerne la hiérarchie entre effets de richesse immobilière et financière. Ludwig et Sløk (2004) obtiennent eux aussi des propensions à consommer le patrimoine immobilier moins élevées que pour la richesse financière et Case *et al.* (2005, 2011) parviennent au diagnostic inverse.

Les divers travaux qui portent sur plusieurs pays montrent une différence très nette entre les pays dont le système financier est de type finance de marché par comparaison aux économies d'endettement. Ainsi, Ludwig et Sløk (2004) réalisent des tests sur un panel de 16 pays de l'OCDE de 1960 à 2000 en séparant les deux types d'économies. Ils étudient par ailleurs deux sous-périodes permettant d'appréhender le phénomène de libéralisation financière. D'une manière générale, les résultats confirment les attentes théoriques selon lesquelles les économies dominées par la finance de marché connaissent d'importants effets de richesse. Les ménages y sont plus enclins à placer leur patrimoine en actifs financiers que dans les systèmes d'économie d'endettement, par conséquent des variations dans la valeur des actifs financiers ont un impact notable sur leur consommation. Par exemple, la pro-

12. Pour une revue de littérature récente et très complète, on peut se référer à Paiella (2009).

pension à consommer la richesse financière est de 0,014 euro pour un euro supplémentaire de patrimoine en France contre 0,018 dollar pour un dollar. Les propensions à consommer la richesse sont par ailleurs nettement plus élevées durant la période de libéralisation financière qui est fixée ici à 1985-2000.

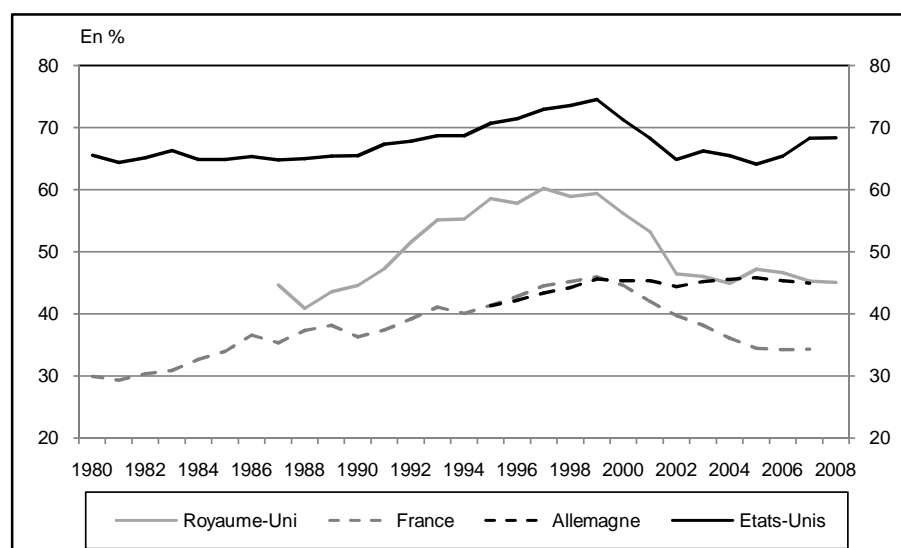
Barrell et Davis (2007) testent eux aussi l'impact de la libéralisation financière pour sept pays de l'OCDE en introduisant diverses *dummies* capturant ces effets et fixent le début de la libéralisation en 1987 pour la France. Ils réalisent des VECM pour la période 1980-2001 qui montrent en particulier l'importance du revenu dans la détermination de l'équilibre de long terme de la consommation en Allemagne et en France, malgré la libéralisation financière. Ils pondèrent par ailleurs les coefficients appliqués aux revenus et à la richesse par une *dummy* nulle avant la libéralisation et égale à l'unité cinq ans après, avec une période de transition. Lorsque ces *dummies* sont introduites, les effets de long terme de la richesse financière captés sont accrus pour tous les pays sur l'ensemble de la période. En revanche, les effets de revenus sont moindres pour les États-Unis et le Royaume-Uni.

3.3 La financiarisation du patrimoine et l'endettement des ménages

Le lien entre le taux d'épargne des ménages et leur propension à consommer sur la base de leur patrimoine financier dépend en premier lieu de la place des actifs financiers au sein de leur patrimoine. Nous observons en effet une financiarisation du bilan des ménages en France au cours des trente dernières années, nettement moins marquée cependant que dans les pays anglo-saxons. Nous calculons pour ce faire un taux de financiarisation, à l'image d'Aglietta et Berrebi (2007).

Nous mesurons la financiarisation par la part des actifs financiers dans le total des actifs possédés par les ménages (graphique 3.4). La financiarisation du bilan des ménages est très élevée aux États-Unis mais relativement stable depuis 1980. Au Royaume-Uni, ce même taux est en moyenne plus élevé qu'en France ou en Allemagne. Il est toutefois revenu depuis 2001-2002 à son niveau du début des années 1990, suite à l'éclatement de la bulle financière sur les valeurs technologiques. En France, les ménages ont fortement accru leur possession d'actifs financiers depuis 1980 jusqu'à l'éclatement de la bulle bour-

GRAPHIQUE 3.4 – Taux de financiarisation du patrimoine des ménages pour quatre pays de 1980 à 2008



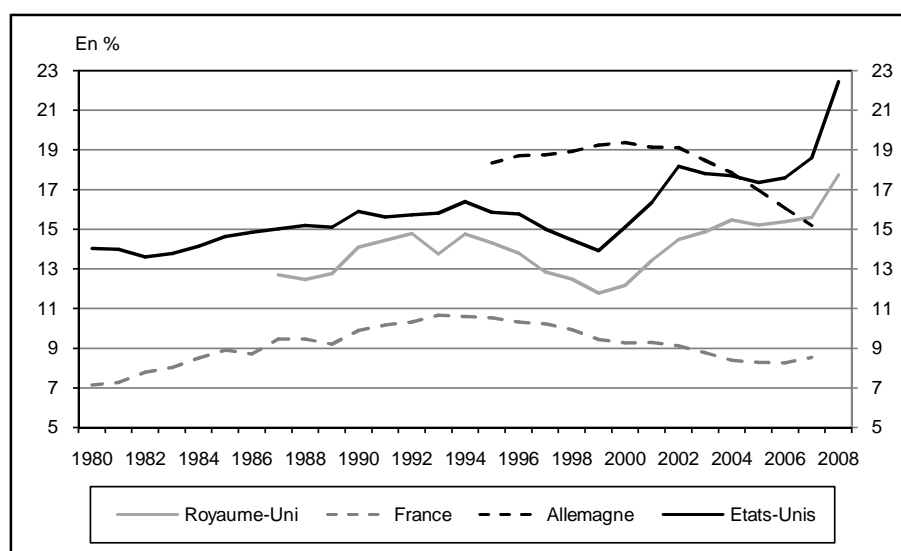
Sources : INSEE (2009), Federal Reserve Board (2010), Destatis (2010) et Office for National Statistics (2010), calculs de l'auteur. Le taux de financiarisation rapporte le total des actifs financiers à la somme des actifs réels et financiers des ménages.

sière au début des années 2000, même si la valorisation des titres joue un rôle important dans cette envolée. Par la suite, le ratio de financiarisation revient au niveau du milieu des années 1980, sous l'effet combiné de la dévalorisation des actifs financiers et des reventes d'actifs. De la même manière en Allemagne, les ménages ont accru leur possession de titres et profité de la valorisation de ces derniers durant la deuxième moitié de la décennie 1990 mais leur comportement demeure stable depuis la crise financière de 2001-2002 (Aglietta et Berrebi, 2007). Les travaux de Ynesta (2008) et Chaput *et al.* (2010) corroborent globalement nos observations respectivement pour l'ensemble des pays que nous étudions ici et pour la France. Ils observent en particulier le recul du poids des actifs financiers dans le patrimoine des ménages après la crise financière du début des années 2000.

En résumé, il existe deux facteurs qui expliquent pourquoi le taux d'épargne reste stable en France alors même qu'il chute dans les pays anglo-saxons à partir du milieu des années 1990 (Chauvin et Damette, 2010). Un (i) patrimoine financier relativement moins important en France par rapport aux États-Unis en particulier, se combine (ii) à la relative faiblesse de la propension à consommer sur la base de la richesse financière.

Lorsque les ménages obtiennent des plus-values financières dans les pays anglo-saxons, ils prennent conscience soit de leur possibilité d'endettement supplémentaire, soit de la possibilité de transformer ces plus-values en liquidité et ainsi financer leurs dépenses de consommation. Ceci explique la réduction de leur effort d'épargne, année après année durant la deuxième moitié des années 1990.

GRAPHIQUE 3.5 – Taux d'endettement des ménages en pourcentage du patrimoine, pour quatre pays de 1980 à 2008



Sources : INSEE (2009), Federal Reserve Board (2010), Destatis (2010), ESRI (2010) et Office for National Statistics (2010), calculs de l'auteur.

Pourtant, en dépit de ce lien entre patrimoine financier et consommation, les ménages anglo-saxons maintiennent leurs dépenses durant les années qui suivent le krach boursier du début des années 2000 et ce, malgré les pertes en termes de patrimoine financier que l'on observe à travers le graphique 3.5. Dans le régime d'accumulation financiarisé, c'est en effet l'endettement qui est devenu la variable pivot de la consommation des ménages anglo-saxons (Brender et Pisani, 2004). À partir du début des années 2000, c'est essentiellement l'envolée du marché immobilier qui a permis aux ménages américains et britanniques de réduire leur taux d'épargne (Boyer, 2009 ; Sapir, 2008). Les crédits adossés aux biens immobiliers ont ainsi soutenu la demande intérieure de ces pays (Aglietta et Berrebi, 2007).

La hausse de l'endettement dans ces pays sur la période récente est en effet considérable. Les situations du Royaume-Uni et des États-Unis sont à ce titre très révélatrices : le taux

d'endettement des ménages – le total des emprunts souscrits par les ménages rapporté au total de leur patrimoine – suit le même profil sur l'ensemble de la période où les données sont disponibles. Ce taux atteint son point le plus bas en 1999 (11,8% au Royaume-Uni et 13,8% aux États-Unis) pour ensuite s'envoler à un point historiquement haut en 2008 lors du déclenchement de la crise des *subprimes* (respectivement 22,4% et 17,7%). Barba et Pivetti (2009) obtiennent sensiblement les mêmes résultats pour les États-Unis.

Sur la même période, le taux d'endettement recule régulièrement en France et chute en Allemagne. Ces constats mettent en évidence l'opposition très nette entre le système financier de ces pays et celui des pays anglo-saxons. Après un recours croissant à l'endettement jusqu'au début des années 1990, les ménages français ont modifié leur comportement. Compte tenu de l'absence de crédits hypothécaires pour les dépenses de consommation et de la stagnation des salaires réels, le taux d'épargne est stable depuis le milieu de la décennie 1990 alors qu'il continue de chuter dans les pays anglo-saxons. Dans ces pays, le taux d'épargne des ménages atteint en fin de période un niveau très bas par rapport à son niveau moyen de la période fordiste, comme le montrent également Rinaldi et Sanchis-Arellano (2006).

4 L'investissement limité par la cohérence macroéconomique du régime d'accumulation financiarisé

En économie fermée et en l'absence de demande publique, la réalisation du profit dépend de l'investissement, de la consommation de profit et du niveau de l'épargne des ménages. En France, comme nous l'avons observé au cours du chapitre 2, la consommation de profit est insuffisante pour comprendre l'ampleur de la déconnexion entre profit et investissement ces trois dernières décennies. L'évolution du taux d'épargne des salariés dans les années 1980 contribue à expliquer comment un tel écart a pu se développer, puisque son net affaiblissement a pour contrepartie une importante source de demande et de réalisation du profit. Malgré sa hausse à la fin des années 1980, il se stabilise à un niveau qui demeure assez bas comparativement à la période fordiste. Toutefois, ses effets sont limités car les ménages français, peu sensibles aux effets de richesse financier et immobilier, n'ont pas eu

non plus massivement recours au crédit.

Dans ce contexte, la demande publique et la demande extérieure constituent des facteurs déterminants pour expliquer la stabilité du taux de profit depuis la fin des années 1980 (4.1). Toutefois, leur faiblesse récente fait du financement de l'investissement des entreprises par l'endettement une variable décisive pour desserrer la contrainte qui pèse sur la réalisation du profit des entreprises (4.2). Pourtant, le taux d'endettement des entreprises par rapport à leur stock de capital fixe, déjà très haut en fin de période, fait peser le risque d'une amplification du caractère dépressif du régime d'accumulation financiarisé français (4.3). Nous précisons enfin le rôle moteur des groupes dans l'évolution de l'endettement des entreprises en France en fin de période (4.4).

4.1 Rôle de la demande publique et de la demande extérieure dans la réalisation du profit en France au cours de la période où domine la finance de marché

Le solde courant ne joue pas de rôle particulier dans la réalisation du profit lorsque l'on observe les résultats sur longue période. Selon l'INSEE (2009), la contribution du solde courant à la croissance du PIB est nulle de 1960 à 1974 et de 1981 à 2008. En revanche, la contribution des exportations à la croissance recule de 0,3 point entre la première et la deuxième période – 1,4 point contre 1,1. Toutefois, il convient de distinguer deux sous-périodes intéressantes au sein de la période où domine la finance de marché. De 1981 à 1997, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB est de 0,4 point et celle des exportations s'élève à 1,5 point contre respectivement 0,2 et 0,8 durant la période de crise du fordisme (1975-1980). De 1998 à 2008, ces deux contributions reculent, respectivement à -0,4 et 1,0. Le solde courant ne cesse de se dégrader et pèse négativement sur la réalisation du profit.

La demande extérieure constitue une source de profit supplémentaire pour les entreprises françaises au moment du recul du taux d'épargne des ménages, à la fin des années 1980. En particulier, la politique de désinflation compétitive mise en œuvre par le gouvernement français à partir de 1983 et qui passe par la désindexation des salaires vis-à-vis de l'inflation a connu une contrepartie logique et attendue dans l'accroissement des expor-

tations – la contribution des exportations à la croissance s'élève à 1,3 point en moyenne au cours des années 1983-1984. Comme l'observent Villetelle et Nivat (2006), ainsi que Cochard (2008), ce n'est que depuis la fin des années 1990 que le soutien des exportations à la croissance a commencé à se dégrader très fortement.

Parallèlement, la demande publique joue un rôle déterminant dans le régime d'accumulation financiarisé en France. Durant la période 1960-1974, les comptes publics sont pratiquement équilibrés, avec un solde positif moyen s'élevant à 0,2% du PIB. En revanche, de 1981 à 2008, ce solde devient fortement déficitaire, à -3,2% du PIB. Lorsque l'on reprend la même subdivision de la période correspondant au régime d'accumulation financiarisé que pour l'analyse du rôle des exportations, nous observons que le déficit public est en moyenne de -3,4% du PIB de 1981 à 1997, puis de -2,7% de 1998 à 2008.

Les politiques économiques de type « *stop and go* » ont joué un rôle fondamental pendant toute la période des Trente Glorieuses. L'installation du régime d'accumulation financiarisé doit aller en théorie de pair avec une moindre intervention de l'État (Boyer, 2003). Paradoxalement, loin de conduire à une mise en retrait de la politique budgétaire, ce régime lui confère une place déterminante. La demande publique, qui regroupe les stabilisateurs automatiques et les mesures discrétionnaires de politique budgétaire¹³, est l'un des piliers de la réalisation du profit dans le régime financiarisé. Le vif accroissement de la dette publique suite à la crise des valeurs titrisées, en particulier au sein des pays européens, engendre en revanche une pression sur la politique budgétaire qui devient restrictive dès 2010 en France (OFCE, 2010 ; Stiglitz, 2010). Pour conclure, la demande publique en tant que source de débouchés pour les entreprises atteint ses limites en fin de période.

4.2 Récapitulatif des facteurs de la réalisation du profit dans le régime d'accumulation financiarisé français

Comparativement à la période fordiste, le faible niveau du taux d'épargne des ménages, d'une part, et la forte consommation des détenteurs de titres financiers, d'autre part, sont à l'origine de la naissance puis du maintien de l'important écart entre taux de profit et

13. À ce sujet, voir Bénassy-Quéré *et al.* (2009).

taux d'accumulation en France au début des années 1980. Deux facteurs s'ajoutent à la faiblesse relative du taux d'épargne : (i) la vigueur des exportations des entreprises résidant en France ; et (ii) la demande de l'État. C'est la demande des ménages, la demande extérieure et la demande publique qui permettent l'envolée du taux de profit puis son maintien à très haut niveau en dépit de la stagnation du taux d'accumulation.

Le recul du taux d'épargne des ménages, puis la vigueur de la demande de biens à l'étranger et enfin la forte demande de la part de l'État limitent les pressions qui s'exercent sur l'endettement des entreprises, dont le haut niveau représente une condition nécessaire à la stabilité du régime d'accumulation financiarisé. Ces différents facteurs expliquent que les entreprises soient à même de répondre aux exigences élevées de rendement des actionnaires qui sont, quant à elles, fondées sur un haut niveau d'endettement des entreprises.

En fin de période, les différentes sources de réalisation du profit sont en revanche soit stables – taux d'épargne des ménages –, soit en repli – demande extérieure –, soit sous une forte pression baissière – demande publique. Les effets de richesse ont peu d'impact sur le taux d'épargne des ménages français et les possibilités de crédit sont relativement limitées par comparaison avec les pays anglo-saxons. L'accroissement des exportations et la baisse du taux d'épargne des ménages ont permis de limiter l'endettement des entreprises et, ce faisant, de valider les anticipations de profits des dirigeants d'entreprise. Ceci a autorisé les entreprises à échapper en partie à la tendance dépressive sur longue période des exigences actionnariales. Il s'ensuit que dans le contexte récent, la contrainte macroéconomique de réalisation des profits exerce une pression accrue sur l'endettement des entreprises. En effet, seul un accroissement de la consommation de profit par l'intermédiaire d'un endettement plus important des entreprises, peut empêcher un recul du taux de profit global¹⁴.

4.3 Financement de l'investissement des entreprises françaises par endettement et stabilité du régime d'accumulation

Pour étudier l'endettement sur longue période, nous avons de nouveau recours aux données de comptabilité nationale en base 1980 et en base 2000. Nous rejetons tout d'abord

14. Comme nous l'avons vu au cours du chapitre 2 à travers la présentation du modèle post-keynésien d'investissement, l'endettement des firmes permet, d'une part, l'accroissement de l'investissement des entreprises et, d'autre part, une distribution et par suite une consommation du profit conséquentes.

le ratio d'endettement qui rapporte la dette des entreprises à leurs fonds propres, mesuré par la comptabilité nationale¹⁵. Ce ratio n'apporte que peu d'informations pour deux raisons : (i) la comptabilité en valeur de marché effectuée par l'INSEE a un impact considérable sur son calcul et notamment sur le montant des fonds propres ; (ii) ce ratio est entièrement prisonnier du problème de la non-consolidation des comptes. D'importants doubles comptes sont en effet présents, qu'il s'agisse de la dette ou des fonds propres. Autrement dit, chacun de ces postes est surestimé et sans aucun doute dans des proportions différentes.

Nous proposons ici un ratio qui rapporte la dette au stock de capital fixe, souvent utilisé dans les modèles post-keynésiens de croissance de type stock-flux tels que ceux de Godley et Lavoie (2001-02) ou Dos Santos et Zezza (2008). Nous procédons à une consolidation partielle de la dette financière par un calcul en termes nets, à savoir les dettes financières diminuées des créances¹⁶ conformément à la démarche adoptée par le Commissariat général du Plan (2002a).

Durant la période commune aux deux bases comptables de l'INSEE – 1978-1990 –, les deux ratios d'endettement sont très proches en évolution et peu éloignés en niveau (graphique 3.6). On constate un écart moyen de 3,5 points en faveur du ratio en base 1980 sur l'ensemble de cette période commune. Ce résultat implique que, s'il est possible d'analyser et de comparer les niveaux d'endettement sur longue période, seuls des écarts conséquents de niveau d'une période à l'autre sont fiables.

L'endettement des entreprises est en moyenne de 58,8% de 1963 à 1974 en base 1980, contre 53,9% de 1981 à 2008 en base 2000. Compte tenu de l'écart entre les ratios calculés dans les deux bases, nous pouvons considérer que le taux d'endettement est légèrement inférieur durant la période où domine la finance de marché par rapport à la période fordiste. Une fois retiré l'écart moyen entre les deux bases et en supposant que cet écart est

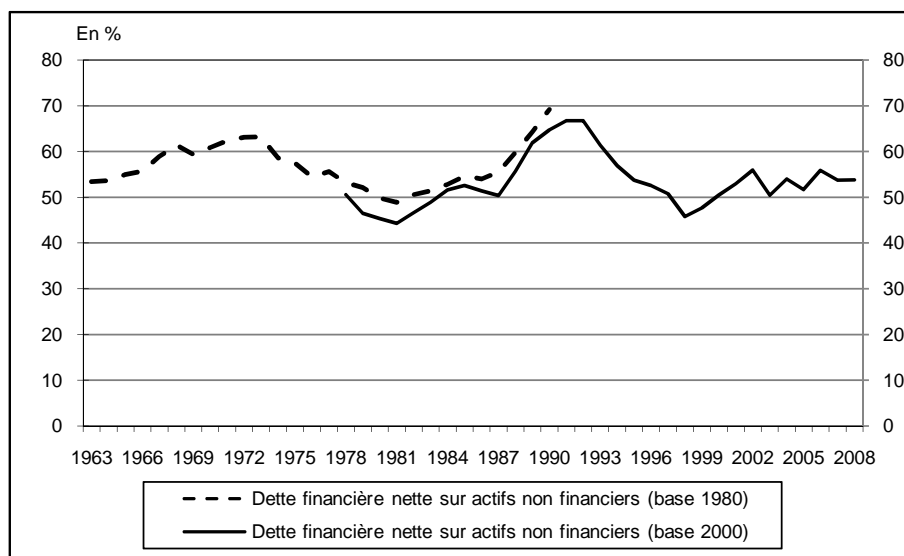
15. En comptabilité nationale, les fonds propres correspondent à la somme des actions émises et de la « richesse nette ». Ce dernier concept, propre à la comptabilité nationale française, correspond à l'écart entre actifs et passifs réévalués en valeur de marché. On peut montrer qu'il est égal à la somme du cumul de l'autofinancement des entreprises sur leur période d'existence et de l'écart de revalorisation par rapport aux coûts historiques entre d'une part le stock de capital fixe et d'autre part la dette et les actions émises nettes.

16. Nous faisons donc l'hypothèse que l'ensemble des créances est destiné à d'autres sociétés non financières.

valable sur longue période, le taux d'endettement est tout juste supérieur de 1,4 point durant la période 1981-2008 par rapport à la période 1963-1974. On constate par ailleurs qu'en base 2000, l'endettement atteint un creux en 1981 à 44,3% et un pic en 1992, à 66,8%.

Il faut toutefois tenir compte de l'évolution de l'inflation pour porter un jugement pertinent. La très forte inflation du début des années 1970 jusqu'au milieu des années 1980 allège en effet les charges réelles d'intérêt et incite les entrepreneurs à s'endetter très fortement jusqu'au début des années 1990. Le ratio d'endettement chute par la suite, ainsi que le constatent Givord *et al.* (2008) et Picart (2008) à partir d'un ratio d'endettement calculé par rapport à la valeur ajoutée. L'élévation des taux d'intérêt rend le désendettement obligatoire, dès lors que les autorités monétaires occidentales orientent leurs politiques pour soutenir le retour du pouvoir aux créanciers. Le ratio d'endettement repart par ailleurs à la hausse dès la fin des années 1990. Au moment du déclenchement de la crise des *subprimes* – fin 2007 –, l'endettement est certes en deçà des niveaux atteints au début des années 1990 et légèrement moins fort que durant la période fordiste, mais dans un contexte néanmoins très différent d'inflation durablement faible (Aglietta et Berrebi, 2007).

GRAPHIQUE 3.6 – Ratio de l'endettement sur le stock de capital fixe des entreprises en France de 1963 à 2008



Sources : Villa (1994) et INSEE (2009), calculs de l'auteur.

La dette financière nette est entendue au sens de la comptabilité d'entreprise, c'est-à-dire qu'elle est nette des créances financières. Pour plus de détails, voir les annexes A.1 et B.7.

Compte tenu du niveau du taux d'endettement en fin de période, il est tout à fait possible que le taux de profit obtenu soit en deçà des attentes des dirigeants d'entreprise¹⁷. On constate en effet que le taux d'endettement n'est pas plus élevé que durant la période fordiste. Pourtant, dans la période récente, la faiblesse de l'ensemble des débouchés et le faible niveau de l'accumulation consécutif à des exigences actionnariales élevées, engendrent une pression macroéconomique sur l'endettement des entreprises nettement plus forte dans le régime d'accumulation financiarisé que dans le régime fordiste. Les entreprises semblent avoir des difficultés à accroître leur endettement en fin de période en raison du nécessaire arbitrage que décrivent Aglietta et Breton (2001) entre le rendement financier exigé par les actionnaires et la limite imposée par les banques.

Dans ce cas, les dirigeants soumis à la contrainte de la valorisation actionnariale sont conduits à accroître la sélectivité de l'investissement, soit par le biais d'une baisse des anticipations de rendement des divers projets existants, soit par une hausse du rendement minimum attendu pour qu'un projet soit choisi. Le recul du taux d'accumulation global qui découle immédiatement de ce comportement implique une baisse du taux de profit et par la suite de la rentabilité financière des entreprises. Puisque la rentabilité financière obtenue finit par s'éloigner de la rentabilité exigée par les actionnaires, le régime d'accumulation financiarisé entre dans une phase naturellement dépressive, en l'absence de tout changement dans le mode de gouvernance des entreprises.

4.4 Le rôle moteur des grands groupes dans le comportement d'endettement des entreprises

En gardant à l'esprit la capacité qu'ont les groupes de s'endetter à l'étranger, il importe de noter que l'essentiel des fluctuations de l'endettement des entreprises en France provient de ceux-ci. En effet, selon Picart (2003a,b, 2008), l'endettement a été l'apanage des grands groupes depuis le début des années 1990, en particulier de ce qu'il dénomme les « pôles de contrôle » des groupes par opposition à la « base productive ».

17. Une telle situation se vérifie lorsque la dette moyenne des firmes ne dépasse pas le seuil calculé dans le modèle post-keynésien d'investissement présenté au chapitre 2. Ce seuil est donc accru par l'éventuelle faiblesse de la demande publique et de la demande extérieure, et par le niveau du taux d'épargne des ménages.

L'auteur définit la notion de pôle de contrôle de la façon suivante : il s'agit des entreprises du groupe dont la part dans les effectifs salariés et dans les immobilisations du groupe paraît primordiale. Il montre que ce sont essentiellement les entreprises du pôle de contrôle qui s'endettent, en particulier de façon à procéder à des opérations de croissance externe. Parallèlement, la base productive accroît quant à elle le versement de dividendes à destination des entreprises du pôle de contrôle et facilite à ces dernières le remboursement de la dette. Les entreprises de la base productive correspondante ont, quant à elles, peu de liens financiers entre elles.

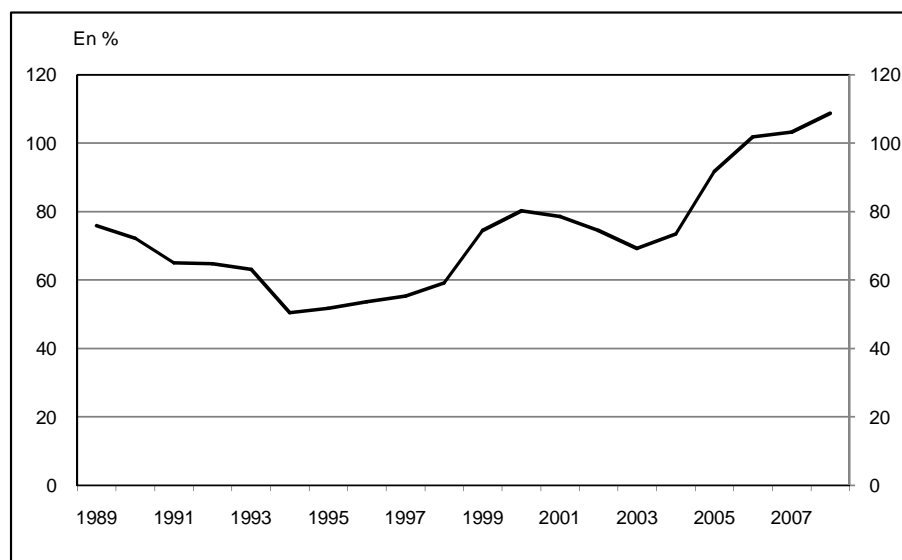
La situation des grands groupes se dégrade fortement sur le plan de l'endettement dès 1998 alors même que la situation des entreprises indépendantes reste stable depuis la période de désendettement du début des années 1990 (Picart, 2003a,b). Selon Givord *et al.* (2008), les PME ont quant à elles procédé à une forte réduction de leurs dettes du début des années 1990 jusqu'en 2002. Cayssials *et al.* (2007) constatent, quant à eux, un mouvement plus prolongé, puisque le ratio rapportant la dette financière aux capitaux propres¹⁸ se réduit de 30 points entre 1996 et 2006 pour l'ensemble des PME. Par ailleurs, le désendettement est bien plus franc pour les PME indépendantes et les PME de petits groupes¹⁹ puisqu'il est respectivement de 25 points et 10 points supérieur à celui des PME appartenant à un grand groupe sur la même période.

Le taux d'endettement des groupes non financiers du SBF 250 – qui rapporte la dette financière nette au stock de capital productif –, recule dès 1989 et perd 25,5 points jusqu'en 1994 (graphique 3.7). Après une courte période de relatif statu-quo, les dirigeants d'entreprise se lancent de nouveau dans des projets d'emprunt. En dépit d'un recul similaire lors de la période de désendettement qui fait suite à la crise boursière du début des années 2000, le taux d'endettement atteint pratiquement 109% en 2008, soit pratiquement 33 points de plus qu'en 1989.

18. Les capitaux propres correspondent au capital social du groupe.

19. Comme précisé plus haut, les PME indépendantes et de petits groupes constituent les deux tiers de la base que les auteurs étudient, à savoir la base FIBEN de la Banque de France.

GRAPHIQUE 3.7 – Taux d'endettement des groupes non financiers du SBF 250 de 1989 à 2008



Source : Thomson One Banker (2009), calculs de l'auteur. Le ratio d'endettement correspond ici au rapport entre la dette financière nette et le stock de capital fixe.

Le désendettement en période de hausse des taux d'intérêt commence plus tôt dans le cas des grands groupes que pour l'ensemble des entreprises, mais se stabilise de la même façon au milieu des années 1990. Par ailleurs, les grands groupes sont bien les précurseurs du mouvement de fond qui conduit les entreprises françaises à emprunter fortement durant la décennie qui précède la crise des *subprimes*. Le ratio d'endettement atteint son niveau le plus élevé depuis le début des années 1990 juste avant le déclenchement de cette crise.

De cet ensemble de constats, il ressort que c'est essentiellement le comportement des groupes qui est à l'origine de l'évolution de la dette des sociétés non financières et de son importance depuis la fin des années 1990. La différence entre l'évolution du bilan des PME des grands groupes et celle des autres PME étaye cette dernière hypothèse. Si l'on part du principe que les PME des grands groupes appartiennent essentiellement à la base productive des groupes, il est logique qu'elles réduisent leur endettement de façon moins prononcée que dans le cas des autres PME de 1996 à 2006 (Cayssials *et al.*, 2007). À l'instar de ce qu'avancent Givord *et al.* (2008), cela corrobore l'idée selon laquelle l'essentiel de l'endettement des groupes s'effectue au niveau des pôles de contrôle, les groupes ayant un rôle moteur dans l'endettement de l'ensemble des entreprises en France.

Conclusion

Le changement de régime d'accumulation depuis le début des années 1980 s'est accompagné pour les entreprises de nouveaux objectifs que les actionnaires leur imposent. L'objectif de maximisation de la valeur actionnariale remet en cause le bouclage macroéconomique du régime d'accumulation financiarisé. L'insuffisance de la consommation de profit et la stabilité du taux d'épargne des ménages, renforcent cet état de fait en France. La demande de biens à l'étranger décline en fin de période et les règles de la zone euro en matière de finance publique et, par la suite, l'envolée des dettes et déficits publics européens conduisent à une contraction de la demande publique.

Puisque les possibilités d'endettement des entreprises s'épuisent, le taux d'endettement moyen étant à un niveau très élevé dans un contexte d'inflation faible, il existe un fort risque d'assister aujourd'hui à un déclin progressif du taux d'accumulation, pourtant déjà peu élevé dans le régime d'accumulation financiarisé. Dans ce cadre, les dirigeants accroissent la sélectivité des projets d'investissement puisque de nombreux projets pourtant rentables laissent craindre des déceptions en matière de rentabilité obtenue, ce qui est d'autant plus problématique que les actionnaires maintiennent quant à eux leurs exigences de rendement financier.

Il convient cependant de noter que notre analyse est essentiellement descriptive. Si les enchaînements semblent clairs, il apparaît néanmoins nécessaire de procéder à des vérifications économétriques sur les bases de données étudiées, de façon à s'assurer que des équations de comportements des entreprises vérifient bien certaines des causalités présentées ici. Nous effectuons de telles estimations au cours du dernier chapitre.

Enfin, la pression macroéconomique qui s'exerce sur l'endettement des entreprises à travers la contrainte de la réalisation du profit se double de la pression des investisseurs sur les marchés financiers. Les exigences actionnariales conduisent en effet à un recours croissant à l'endettement, puisque l'effet de levier facilite l'obtention d'une rentabilité financière accrue pour chaque entreprise. Cette question est essentielle, puisque la question

de l'effet de levier est au cœur, on va le voir, du mécanisme qui rend l'investissement prisonnier des cycles financiers. Notre analyse masque pour le moment un enjeu crucial que nous allons tâcher d'éclairer au cours du chapitre suivant. En l'absence de tout changement dans le mode de gouvernance des entreprises, le régime financiarisé conduit à un déclin de l'investissement à long terme, tandis qu'à court terme il le rend étroitement dépendant des exigences financières, donc de l'évaluation du risque sur les marchés financiers et, par suite, des fluctuations qui s'y développent.

CHAPITRE 4

La finance de marché et le cycle financier d'investissement

Introduction

Au cours des dernières années, l'accroissement de la dépendance entre l'activité économique et les fluctuations boursières semble conforter la thèse de cycles financiers d'investissement dans les pays occidentaux. Selon Aglietta et Berrebi (2007), nous sommes passés d'un cycle inflationniste durant la période des Trente Glorieuses, à un cycle déflationniste réel depuis les années 1980 et l'avènement des « 3D » (déréglementation, désintermédiation et décroissement) sur les marchés financiers. Nous nous demandons ici dans quelle mesure on peut évoquer un phénomène de cycle financier qui induirait un cycle d'investissement.

Le décryptage du comportement des groupes français cotés au SBF 250 et des entreprises résidant en France durant les deux crises de ce début de XXI^e siècle (éclatement de la bulle technologique en 2001-2002 puis crise des *subprimes* en 2007-2008) doit apporter un nouvel éclairage sur les enseignements théoriques concernant les cycles financiers

d'investissement. Le modèle construit par Minsky (1975) et présenté au chapitre 1, fait de l'investissement un phénomène financier et permet d'établir un lien entre bulle financière et croissance interne – acquisition de nouveaux biens en capital fixe. La notion de fragilité endogène des bilans – l'exposition endogène des firmes au risque de défaut – fournit par ailleurs une explication à la chute conjointe des marchés financiers et de l'investissement. La financiarisation de la stratégie des entreprises, manifeste depuis le milieu des années 1990 et engendrée par le principe de la valorisation actionnariale, permet d'enrichir ces différents enseignements.

L'objectif principal de ce chapitre est de montrer en quoi les stratégies mises en œuvre pour satisfaire l'intérêt de l'actionnaire – le principe de la valeur actionnariale – conduisent l'investissement des entreprises à suivre un cycle financier, proche de celui que décrit le modèle minskyen de l'investissement entendu au sens de la croissance interne. À partir des travaux de Batsch (1999) et d'Aglietta et Rebérioux (2004a), nous introduisons quelques éléments supplémentaires au raisonnement de Minsky pour tenir compte des nouveaux comportements des entreprises qui adoptent le modèle de la gouvernance actionnariale. En particulier, la thèse se propose d'envisager à la fois la croissance interne et la croissance externe.

Lorsque les dirigeants d'entreprise cherchent à accroître la valeur des actions émises, ils adoptent des stratégies industrielles susceptibles d'accroître la rentabilité financière de l'entreprise – ou rendement pour les actionnaires. Dans ce contexte, l'emballement des opérations de croissance externe s'ajoute à l'emballement de la croissance interne en période de hausse des prix sur les marchés boursiers. Par ailleurs, sur le plan strictement financier, les dirigeants soutiennent le cours des actions en recourant à l'effet de levier fondé sur l'endettement (en particulier en utilisant des structures financières de type LBO – « *Leverage Buy Out* »). Ce comportement contribue à développer la fragilité financière des bilans d'entreprise au cours de la phase ascendante d'un cycle financier d'investissement.

Notre deuxième objectif est de mettre en avant à la fois le rôle de *leader* des grands groupes cotés dans l'économie, mais aussi les différences qui persistent nécessairement entre ces groupes et l'ensemble des entreprises résidant en France, en particulier l'internationalisation de l'activité des grands groupes. Pour ce faire, nous explicitons le comportement

des groupes non financiers du SBF 250 et de celui des sociétés non financières (SNF) résidant en France, que nous désignerons respectivement sous les termes génériques de « groupes » et de « l'ensemble des entreprises françaises », sauf indication contraire. À la fois sous la pression directe des actionnaires et intervenants sur les marchés financiers, les groupes se lancent dans les stratégies qui permettent de respecter le principe de la valeur actionnariale. L'ensemble des entreprises est pris à leur suite dans un cycle financier d'investissement, compte tenu de la pression que les groupes exercent sur la rentabilité de leurs filiales. Pour autant, ces entreprises sont en moyenne moins enclines à procéder à des opérations de fusion et acquisition, tout comme il leur est impossible de profiter des mêmes débouchés que les groupes. Ces dernières sont, elles aussi, prises dans un cycle financier d'investissement, mais il est moins explosif que dans le cas des groupes.

Au sein du cycle financier de l'investissement qui caractérise le régime d'accumulation financiarisé et que nous dénommons « cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale », nous distinguons trois cycles financiers successifs historiquement datés qui sont à l'origine de trois cycles d'investissement : (i) le « cycle de la désinflation » qui s'étale du début des années 1980 jusqu'au milieu des années 1990 ; (ii) le « cycle des valeurs technologiques » dont la phase ascendante en France a lieu de 1996 à 2000 – il commence dès 1993 aux États-Unis – et la phase descendante de 2001 à 2003 ; et (iii) le « cycle de la titrisation » dont la phase ascendante court *a priori* de 2004 à 2008. Toutefois, le manque de recul ne permet pas de dater avec certitude le début de cette dernière phase. La seule connaissance des bilans en 2008 ne permet pas d'étudier la période complète de redressement du bilan des entreprises – c'est-à-dire de résorption de l'endettement. Le premier cycle étant une phase de transition, compte tenu du développement naissant de la sphère financière, nous réduisons notre étude du cycle financier de la valorisation actionnariale au cycle technologique et au cycle de la titrisation. Nous montrons que ces deux cycles successifs obéissent à des mécanismes similaires, tout en ayant certaines caractéristiques propres.

Pour comprendre le fonctionnement du cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé, par opposition au cycle financier d'investissement dans le ré-

gime d'accumulation fordiste, nous décrivons dans la première section l'évolution du modèle de gouvernance des entreprises. Nous observons que le modèle de gouvernance des entreprises, en particulier des entreprises françaises, évolue peu à peu vers le modèle *shareholder*, c'est-à-dire le modèle actionnarial. Celui-ci a pour objectif de conduire les entreprises à respecter les exigences des actionnaires qui attendent une élévation du cours de leurs actions. Il s'ensuit une modification profonde de la gestion des entreprises. Les dirigeants soumettent la stratégie de l'entreprise à la finance de marché et utilisent l'effet de levier financier lié à l'endettement pour atteindre des normes de rentabilité financière élevées. Nous observons enfin que ces comportements accentuent les risques de développement de la fragilité financière des entreprises lors des phases d'accélération de l'investissement au sein du cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale, par rapport au cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation fordiste, ou « cycle financier d'investissement fordiste ».

Dans la deuxième section, nous identifions les deux principaux cycles financiers successifs de la période où domine la finance de marché : le cycle des valeurs technologiques et le cycle de la titrisation. Pour ce faire, nous montrons que la croissance des grands groupes cotés et de l'ensemble des entreprises est dépendante des fluctuations des prix sur les marchés financiers. L'étude des bilans comptables des groupes, d'une part, et des flux d'acquisition de titres financiers dans les comptes de patrimoine des Sociétés Non Financières (SNF), d'autre part, nous permet d'affirmer que les cycles financiers d'investissement qui se sont succédés au cours des années récentes concernent, non seulement la croissance interne comme dans le modèle de Minsky, mais aussi la croissance externe. Puisque la maximisation de la valeur actionnariale conduit à privilégier l'intérêt de l'actionnaire, les modalités de financement de l'investissement se transforment par ailleurs profondément. En particulier, les grands groupes cherchent à redistribuer le flux de trésorerie le plus élevé possible à leurs actionnaires, y compris durant la phase ascendante d'un cycle financier, ce qui contraint en partie les stratégies de croissance.

1 Les caractéristiques de la fragilité endogène des bilans d'entreprise dans le régime d'accumulation financiarisé

Tout en gardant à l'esprit le schéma minskyen de l'investissement présenté au chapitre 1, il faut souligner que les risques qui pèsent sur le niveau d'endettement des entreprises sont accentués dans le régime d'accumulation financiarisé par rapport au régime d'accumulation fordiste. Les contraintes de rendement que les propriétaires du capital imposent, conduisent les dirigeants d'entreprise à modifier leurs stratégies de gestion et d'investissement et impliquent en retour une amplification des risques d'une chute de l'activité économique lorsqu'une crise financière éclate.

Pour ce faire, nous montrons tout d'abord comment le développement des fonds de pension anglo-saxons a conduit les entreprises des pays industrialisés, notamment la France, à modifier leur modèle de gouvernance pour adopter un modèle de type *shareholder*, faisant de la maximisation du principe de la valeur actionnariale l'objectif essentiel d'un grand nombre d'entreprises (1.1). Nous précisons ensuite en quoi les entreprises souhaitant se conformer au principe de la valeur actionnariale sont conduites à modifier leur stratégie (i) concernant leurs choix industriels, ce qui traduit l'influence de la sphère financière sur la sphère réelle (1.2) ; et (ii) concernant leurs choix financiers et le recours le plus élevé possible à l'endettement, ces derniers choix exprimant quant à eux le poids de la sphère financière sur la sphère réelle (1.3). Ces nouveaux comportements tendent à amplifier le développement de la fragilité endogène du bilan des firmes – ou exposition croissante au risque de défaut selon la terminologie de Minsky (1986) – au cours de la phase ascendante d'un cycle financier propre à la période correspondant au régime d'accumulation financiarisé, par comparaison à la phase ascendante d'un cycle financier propre au régime d'accumulation fordiste (1.4).

1.1 La montée en puissance des actionnaires et l'adoption d'un nouveau modèle de gouvernance dans les entreprises

L'évolution du modèle de gouvernance des entreprises dans les pays industrialisés au début des années 1980 résulte principalement de la montée en puissance des investisseurs

institutionnels et plus particulièrement de l'intervention croissante des fonds de pension anglo-saxons sur les marchés financiers (1.1.1). Bien que le principe de maximisation de la valeur actionnariale devienne le principal objectif des entreprises françaises, celles-ci adoptent dans la pratique le modèle de gouvernance *shareholder* sous des formes très diverses d'une entreprise à l'autre (1.1.2).

1.1.1 L'évolution de la gouvernance des entreprises sous l'influence des investisseurs institutionnels

Au début des années 1980, un modèle de gouvernance d'entreprise privilégiant l'intérêt de l'actionnaire remplace progressivement le modèle partenarial qui était dominant depuis le début du XX^e siècle (1.1.1.a). Aglietta et Rebérioux (2004) désigne deux sources à l'origine de ce mouvement. La première correspond au développement et à l'internationalisation des fonds de pension anglo-saxons, notamment nord-américains, qui sont les principaux défenseurs de ce modèle au sein des entreprises dans lesquelles ils investissent (1.1.1.b). La seconde porte sur l'essor de la théorie de l'agence qui soutient, voire qui légitime cette évolution d'un point de vue théorique (1.1.1.c).

1.1.1.a Du modèle partenarial de gestion d'entreprise au modèle *shareholder*

Jusqu'au début du XX^e siècle, les entreprises sont essentiellement dirigées selon le modèle du capitalisme familial, auquel s'ajoute progressivement le modèle du capitalisme fondé sur un actionnariat plus dispersé (Berle et Means, 1932). Dans ces deux cas, les dirigeants prennent une place centrale et déterminante dans la gestion de l'entreprise, en étant au cœur des choix décisionnels concernant tant l'organisation de la production, que les décisions d'investissement. Le mode de gestion des entreprises suit le modèle « partenarial », aussi appelé « *stakeholder* ». Ce modèle consiste à intégrer l'intérêt de toutes les parties prenantes du processus de production, soit les actionnaires, les salariés et les fournisseurs lorsque l'entreprise arrête ses choix stratégiques. Il intègre donc des intérêts divers sans qu'aucun ne prédomine. Dans ce modèle, les dirigeants, le conseil d'administration ou le conseil de surveillance exercent l'essentiel du contrôle sur la stratégie des entreprises, contrôle que Jeffers et Plihon (2001) qualifient d'« interne ».

Au début des années 1980, les dirigeants vont progressivement renoncer à ce modèle de

gouvernance pour le remplacer par le modèle « *shareholder* » qui, contrairement au modèle précédent, tient essentiellement compte de l'intérêt des actionnaires, à l'exclusion de l'ensemble des autres parties prenantes au processus de production (Jeffers et Plihon, 2001). Plus concrètement, la communauté des investisseurs sur les marchés financiers impose une contrainte forte aux entreprises qui correspond à la maximisation des « flux actualisés des dividendes futurs »¹, ce qui revient à maximiser la valeur des titres financiers (Aglietta et Berrebi, 2007). L'intérêt des actionnaires s'identifie à la maximisation de la valeur actionnariale, et leur contrôle sur l'activité de l'entreprise prend la forme d'un contrôle « externe ».

1.1.1.b Les fonds de pension et l'émergence du modèle *shareholder*

Parmi les trois principales catégories d'investisseurs institutionnels, à savoir les organismes d'assurances, les fonds de pension et les organismes de placement collectif, ce sont essentiellement les fonds de pension anglo-saxons qui exercent une influence déterminante sur la stratégie d'entreprise et qui ont pour ce faire œuvré à l'essor du modèle *shareholder*. Ces fonds ont pour rôle de collecter une partie de l'épargne des ménages salariés en vue de leur reverser une pension lors de leur retraite. L'essor des fonds de pension a lieu aux États-Unis au début des années 1980. En 1978, un amendement à la loi ERISA² qui régit les activités des fonds de pension et des compagnies d'assurance, les autorise en effet à placer sur les marchés financiers l'épargne que les ménages leur confient. Dès lors, ils vont promouvoir le modèle *shareholder* au sein des entreprises, car celui-ci conforte leurs intérêts.

Il existe deux catégories de fonds de pension, les fonds à prestations définies et les fonds à cotisation définie (Boubel et Pansard, 2004). Pour les fonds à cotisations définies, seul le montant des cotisations est fixé, en revanche aucune garantie n'existe quant aux prestations que les fonds délivrent aux épargnants. Dans le cas des fonds à prestation garanties, le versement de pension aux salariés épargnants est garanti, ainsi que le montant lui-même. Comme le soulignent Boubel et Pansard (2004), les fonds de pension à prestations garanties sont de ce fait confrontés au risque de longévité des salariés, au risque d'inflation et au risque de marché. Les actions étant indexées sur l'inflation et réputées plus rentables à long terme relativement aux autres types d'actifs, ces fonds ont intérêt à investir en grande

1. Aglietta et Berrebi (2007), p. 35.

2. « Employment Retirement Income Security Act ».

partie dans ce type de titres, plus fortement que les compagnies d'assurance par exemple. Il leur est toutefois nécessaire de se prémunir du risque de marché en investissant une grande partie de l'épargne qui leur est confiée sous forme de titres moins risqués. Compte tenu de l'absence de tout engagement les concernant, les fonds à cotisations définies ne subissent pas quant à eux de tels risques alors que leur objectif est de maximiser leur rendement pour assurer une pension la plus élevée possible aux salariés. C'est pourquoi ces fonds sont plus enclins à investir sur les marchés d'actions soit directement, soit par le biais d'intermédiaires tels que les organismes de placement collectifs ou les fonds de fonds.

Compte tenu de leurs engagements au passif, c'est-à-dire de leurs engagements à indemniser les cotisants lorsqu'ils subissent des dommages, les compagnies d'assurance ont quant à elles l'obligation de se prémunir du risque de marché et investissent de ce fait majoritairement en obligations. Enfin, les organismes de placement collectif n'ont aucun engagement contractuel de rendement vis-à-vis des épargnants. De ce fait, lorsque leur portefeuille contient essentiellement des actions³, ils ont des intérêts et des stratégies de placement proches de ceux des fonds de pension à cotisation définies.

Le poids des fonds de pension sur les marchés financiers explique l'influence que ces investisseurs ont sur les dirigeants d'entreprise. En effet, selon Aglietta et Rigot (2009), les fonds de pension gèrent une masse d'épargne considérable. En 2006, leurs actifs représentent 21 600 milliards de dollars, contre 18 500 pour les compagnies d'assurance et 19 300 pour les organismes de placement collectifs. Les fonds à cotisation définies représentent la moitié des actifs gérés par des fonds de pension en 2006. Leurs placements effectués par l'intermédiaire des organismes de placement collectif sont nettement plus élevés que ceux des fonds à prestations garanties – respectivement 75% et les deux tiers de leurs portefeuilles en 2004 (Pansard, 2006). Selon Aglietta et Rigot (2009), les obligations représentent en revanche 56% du portefeuille d'actifs des organismes d'assurances en 2005 aux États-Unis, contre 24% seulement pour les actions. Dans le cas des fonds de pension, toujours

3. En France par exemple, il existe deux types d'organismes de placement collectifs désignés sous le terme générique d'Organismes de Placement Commun en Valeurs Mobilières (OPCVM) : les Fonds Communs de Placement (FCP) et les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV). Il existe de nombreuses catégories d'OPCVM, en fonction des catégories de titre qui composent l'actif du fonds : titres obligataires, actions, titres monétaires...

aux États-Unis, les obligations comptent pour 19% du portefeuille de titres de l'ensemble des fonds de pension contre 47% pour les actions. Aglietta et Rigot (2009) confirment par ailleurs que les actions constituent l'essentiel du portefeuille des fonds à prestation garanties, à partir de travaux portant sur plusieurs fonds à prestation garanties (à l'image de CalPERS en Californie) et ce, malgré le risque de marché dont ils doivent se prémunir. La part des actions tend à se réduire à la fin des années 2000, mais au profit d'investissement alternatifs du type *Hedge Funds* ou *Private Equity*.

À la suite de la crise des valeurs technologiques en effet, des fonds de placement alternatifs connaissent un développement rapide : les *Hedge Funds* et les fonds de *Private equity*. Les investisseurs institutionnels leur délèguent une partie de l'épargne dont ils ont la charge afin d'en maximiser le rendement (Aglietta, 2008 ; Coriat, 2008). En procédant en particulier à des rachats inamicaux d'entreprises sur la base d'importants leviers d'endettement, ils crédibilisent plus encore les menaces portant sur les dirigeants, puisqu'une firme dont le cours est trop faible constitue une cible potentielle. C'est pourquoi la primauté donnée à la valorisation actionnariale reste en vigueur.

D'un point de vue légal, les fonds de pension obéissent aux principes de loyauté, de prudence et de diversification. C'est la raison pour laquelle ils ne procèdent qu'à des investissements minoritaires et diversifiés, ils délèguent une grande partie de l'épargne qu'ils gèrent à des fonds d'investissement (*money managers*), et ils adoptent une « stratégie passive » quant au portefeuille d'actions qu'ils gèrent directement, stratégie fondée sur la réplication d'indices boursiers. Compte tenu de leur responsabilité vis-à-vis des épargnants, ces fonds favorisent en tant qu'actionnaires le principe de la valeur actionnariale au sein des entreprises dans lesquelles ils investissent, de façon à assurer un rendement important à l'ensemble de l'épargne qu'ils gèrent et à minimiser les risques encourus (Jeffers et Plihon, 2001).

Pour s'assurer que les entreprises dans lesquelles ils investissent respectent bien le principe de la valorisation actionnariale, les fonds de pension incitent au respect des règles de bonne gouvernance par l'intermédiaire de chartes que les dirigeants doivent appliquer

(Jeffers et Plihon, 2001). Ces règles sont censées assurer la transparence de l'information et la primauté de la défense de l'intérêt des actionnaires en matière de rendement et de risque (Commissariat général du Plan, 2002a). Elles portent sur (i) l'introduction d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration ; (ii) une distribution équitable des droits de vote des actionnaires ; (iii) la transparence des comptes et de l'information ; (iv) l'abandon de toute mesure défensive vis-à-vis d'OPA potentielles ; et (v) le recours à des principes incitatifs de rémunération des dirigeants en indexant celle-ci sur la valeur des actions, tels que les stock-options (Batsch, 2005a ; Gomez, 2009). Lorsque ces règles ne sont pas appliquées, les fonds sont conduits à pratiquer une stratégie d'*exit*. Ceci signifie qu'ils se retirent du capital des entreprises concernées, ce qui ne manque pas d'avoir un impact à la baisse sur la valeur des titres correspondants compte tenu de la masse d'épargne que ces investisseurs gèrent. Cette menace renforce l'influence de ces investisseurs, bien qu'ils occupent, pris individuellement, une position minoritaire dans le capital des entreprises.

1.1.1.c La théorie de l'agence et l'émergence du modèle *shareholder*

Les fonds de pension deviennent progressivement les principaux tenants de la valeur actionnariale et des acteurs essentiels du marché boursier. Sur le plan théorique, la théorie de l'agence justifie leur action. L'essor de ce *corpus* théorique coïncide avec la mise en œuvre de nombreuses réformes qui visent à libéraliser la finance, de sorte que son succès peut s'interpréter, à la suite de Batsch (2002) comme une victoire sur le plan idéologique du retour en force de l'actionnaire⁴.

La théorie de l'agence qui se développe sur le terrain académique vient appuyer les revendications des actionnaires qui portent sur un objectif unique assigné à l'entreprise, à savoir la maximisation de leur richesse (Batsch, 2002). Cette théorie se base sur l'existence d'intérêts divergents entre dirigeants et actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Elle souligne la présence d'une asymétrie d'information entre ces deux catégories d'agents, à l'origine de plusieurs risques financiers (aléa moral, sélection adverse)⁵. Par définition, la

4. Certains auteurs (Aglietta et Reberlioux, 2004a ; Martinet, 2009 ; Gomez, 2009) estiment en effet que le rôle de la caution académique, à travers le recours à la théorie de l'agence, a joué un rôle considérable dans l'essor du modèle de gouvernance *shareholder*, tant politique qu'économique.

5. cf. chapitre 1.

rémunération des actionnaires n'est pas fixée contractuellement, elle dépend du résultat de l'entreprise et, par suite, de la rémunération des autres parties prenantes de l'entreprise, leurs rémunérations étant considérées comme des coûts. Les auteurs de la théorie de l'agence considèrent de ce fait les actionnaires comme des « créanciers résiduels » (Gomez, 2009).

Par définition, les dirigeants d'entreprise détiennent l'ensemble des informations quant au rendement et aux risques potentiels que leurs projets d'investissement impliquent. Ces risques dépendent de l'activité de production elle-même, l'incertitude de rendement étant liée à l'état de la concurrence sur le marché et aux aléas concernant l'efficacité de l'organisation de la production (Morin, 2006 ; Colletis *et al.*, 2007). Dans ce contexte, les dirigeants sont susceptibles de ne pas transmettre un certain nombre d'informations qui pourraient s'avérer utiles aux actionnaires, soit par ignorance quant à leurs implications, soit pour servir leurs propres intérêts au détriment de celui des actionnaires. C'est ce qui conduit les tenants de la théorie de l'agence à prôner que tout doit être fait pour inciter les dirigeants à agir dans le sens de l'intérêt des actionnaires (Aglietta et Rebérioux, 2004a). Le principal (l'actionnaire) et l'agent (la direction de l'entreprise) doivent établir un contrat pour sceller la convergence de leurs intérêts. Prenant appui sur ces réflexions théoriques, les actionnaires, en particulier les fonds de pension, sont conduits à exiger la protection de leurs intérêts et la réduction du risque qu'ils supportent, en particulier par le biais de la transparence de l'information qui leur est transmise et du respect du principe de la valeur actionnariale. Ces différents éléments conduisent les dirigeants à réorienter l'ensemble de leurs stratégies d'investissement dans l'intérêt de l'actionnaire (Gomez, 2009).

1.1.2 L'adaptation du modèle *shareholder* dans les grandes entreprises françaises

Si le développement des fonds de pension et l'appui de la théorie de l'agence favorisent l'introduction du modèle de gouvernance *shareholder* dans les entreprises, les réformes de libéralisation financière ont joué un rôle significatif dans cette évolution, là où les fonds de pension sont peu présents, voire inexistants. Dans le cas de la France, on assiste dans les années 1980 à la disparition des noyaux durs d'actionnaires – actionnaires majoritaires – et à l'apparition des investisseurs institutionnels anglo-saxons dans le capital des grandes

entreprises (1.1.2.a). Ce mouvement s'accompagne d'une transformation du mode de gestion des entreprises, qui consiste à adapter ce modèle de gouvernance de type *shareholder*. Comme l'affirment Aglietta et Rebérioux (2004a), cette adaptation dépend du contexte institutionnel dans lequel les entreprises évoluent (1.1.2.b).

1.1.2.a Développement de la participation des investisseurs institutionnels anglo-saxons au capital des entreprises françaises

Au milieu des années 1980, le gouvernement français décide de lancer une grande vague de privatisation en 1986-1988, dont le but est de stimuler l'entrée des entreprises sur les marchés financiers. Une deuxième vague suit en 1993-1995, puis une troisième en 1998-1999. À partir du milieu des années 1990, le gouvernement souhaite dénouer les participations croisées qui caractérisent les entreprises françaises jusque-là et permettre l'accès des petits actionnaires au capital des entreprises cotées (Coriat, 2008). Le but annoncé de manière explicite est d'accroître l'accès au financement par actions des entreprises en augmentant le nombre d'investisseurs et en favorisant la circulation des capitaux. Jusqu'ici, le capital des entreprises était en effet concentré entre les mains de quelques très grands actionnaires qui sont, dans leur majorité, d'autres grandes firmes françaises. Pour modifier cette situation, la loi Viénot de 1995 autorise l'ouverture du capital des entreprises aux investisseurs étrangers (déréglementation des marchés financiers).

Sur le plan mondial, l'importance des investisseurs institutionnels ne cesse de croître puisque la masse d'actifs gérée par ces investisseurs s'est accrue de 244% entre 1992 et 2005 (Jeffers et Plihon, 2008). À la fin des années 2000, ces mêmes investisseurs détiennent de 38 à 50% du capital des grandes entreprises cotées. La part des investisseurs étrangers dans le capital de l'ensemble des entreprises cotées progresse toujours fortement durant les années 2000 (Jeffers et Plihon, 2008). Elle gagne ainsi 8,3 points entre la fin 1998 et la fin 2009 (Banque de France, 2008 ; Le Roux, 2010). Ces résultats montrent que les entreprises sont bel et bien passées sous un contrôle croissant des investisseurs étrangers depuis le début des années 1990 ; en particulier celui des investisseurs institutionnels anglo-saxons.

Du fait de l'importance croissante des investisseurs institutionnels anglo-saxons, notamment des fonds de pension, dans le capital des entreprises, les actionnaires commencent

à exercer une influence prépondérante sur leurs stratégies. Avec l'apparition des fonds de pension dans le capital des entreprises en France, le principe de la valorisation actionnariale et le respect d'une norme de rentabilité financière élevée deviennent un point de focalisation pour l'ensemble des acteurs sur les marchés financiers. De fait, les anticipations des investisseurs sur les marchés financiers reposent sur un comportement de mimétisme qui conduit à établir une norme conventionnelle de rendement (Wray, 1992 ; Orléan, 1999, 2004). Seuls quelques analystes qui occupent une position dominante sont à l'origine de cette norme conventionnelle que l'ensemble des acteurs adoptent (Mottis et Ponsard, 2002).

Compte tenu de l'ampleur des montants que les investisseurs institutionnels gèrent, le discours sur la protection et la défense des intérêts des investisseurs minoritaires devient le principal critère qui est retenu dans la valorisation des entreprises sur les marchés financiers (Gomez, 2009). La présence d'une véritable élite financière et l'uniformisation des techniques d'évaluation des actifs financiers favorisent cette évolution. C'est par ce biais que des investisseurs individuellement minoritaires dans le capital d'une entreprise cotée, mais globalement majoritaires lorsque l'on additionne leurs parts, parviennent à imposer leur point de vue et à faire évoluer la gouvernance des entreprises vers le modèle *shareholder*.

1.1.2.b Une adoption incomplète du mode de gouvernance *shareholder* par les entreprises françaises

Les investisseurs institutionnels tentent d'imposer le principe de la valeur actionnariale comme mode de gouvernance des entreprises en France depuis les années 1990. Il n'en reste pas moins que les entreprises n'adoptent pas toutes ce modèle ou bien ne l'adoptent pas dans son intégralité. En d'autres termes, la convergence de gouvernance dominant au plan national vers le modèle de gouvernance *shareholder* ne peut être complète (Charreaux, 2009). On assiste en revanche à une mutation de la gouvernance héritée du passé dans une majorité d'entreprises en France.

Comme le souligne Charreaux (2009), l'hypothèse d'une convergence des entreprises vers un modèle unique, le modèle *shareholder*, s'appuie sur trois arguments : (i) ce modèle stimule la croissance des entreprises et par ce biais le bien-être social ; (ii) il limite les risques de sortie du capital de la part des actionnaires ; (iii) mais son adoption doit être totale sous peine de rendre la gouvernance inefficace.

Le premier présupposé des partisans de la convergence des entreprises consiste à admettre que l'efficacité en termes de bien être social ne peut être atteinte que lorsqu'il existe un seul et unique objectif de gestion, ce qui n'est pas le cas du modèle partenarial. En revanche, selon Jensen (2001), dans le modèle *shareholder* et en l'absence d'externalité, les entreprises maximisent l'intérêt de l'actionnaire et pour ce faire, recherchent la maximisation de l'écart entre leurs coûts et leur chiffre d'affaires. Or, c'est à cette condition que les entreprises ont intérêt à accroître la quantité de biens proposée sur les marchés, maximisant en cela le bien-être social. Parallèlement, les dirigeants d'entreprise doivent respecter l'ensemble des exigences des actionnaires et afficher clairement leur action en ce sens, sous peine de faire les frais de la stratégie d'*exit* des actionnaires minoritaires. Enfin, il existe un risque de déstabilisation du mode pré-existant de gouvernance *stakeholder* lorsque les dirigeants se limitent à l'adoption de l'un ou l'autre des principes de bonne gouvernance – et ne les adoptent pas dans leur intégralité.

Pour Charreaux (2009), le système de gouvernance et son efficacité ne dépendent pas seulement des parties prenantes de l'activité de l'entreprise, mais aussi et surtout des institutions qui encadrent leurs actions : lois, réglementation des marchés, mécanismes formels comme le conseil d'administration ou mécanismes informels tels que le type de relations entre toutes les parties prenantes. Autrement dit, le modèle de gouvernance que les entreprises adoptent dans la pratique est de nature « systémique » et l'hypothèse d'une convergence totale vers le modèle *shareholder* paraît peu crédible, comme l'affirment aussi Aglietta et Rebérioux (2004a).

Selon Jeffers (2005), un bon nombre d'entreprises françaises adoptent un modèle de gouvernance intermédiaire entre les deux cas polaires que constituent le modèle partenarial et le modèle actionnarial. Plusieurs facteurs expliquent une telle évolution.

Les fonds de pension ont intérêt à agir collectivement pour faire adopter des règles de bonne gouvernance, plutôt qu'à recourir à une stratégie de l'*exit*. Une telle stratégie comporte en effet le risque d'engendrer des pertes importantes sur leurs portefeuilles en cas de comportements mimétiques. Par ailleurs, les fonds n'adoptent pas tous comme ob-

jectif de faire respecter le principe de la valorisation actionnariale. Leur objectif peut être environnemental ou éthique, ce qui conduit à satisfaire différents groupes d'intérêt et à favoriser un mode de gouvernance de type *stakeholder*. Enfin, plusieurs facteurs peuvent conduire à conserver des éléments du modèle de gouvernance antérieur, notamment pour raisons d'ordre juridique. En France, par exemple, l'entreprise est définie comme une entité dont le but est l'intérêt social, ce qui contraint les actionnaires à passer des compromis (Martinet, 2009).

Jeffers et Plihon (2008) observent une évolution de la gouvernance des entreprises en France vers un modèle de type dual, dans lequel certaines entreprises adoptent un mode de gestion proche du modèle *shareholder*, tandis que d'autres conservent un mode de gestion de type partenarial. Sur la base d'une étude de la structure de propriété du capital et des comportements en matière de gouvernement d'entreprise de 15 000 entreprises françaises (ce nombre intégrant les filiales d'un même groupe), ils montrent que deux grands blocs ressortent. Le premier regroupe des entreprises dont le capital est concentré dans les mains de sociétés non financières, souvent d'origine française. Le deuxième comporte des firmes dont le capital est au contraire dispersé dans les mains d'actionnaires minoritaires, essentiellement des fonds de pension nord-américains ou britanniques. Les auteurs soulignent que l'origine géographique des investisseurs est cruciale dans le choix d'un mode de gouvernance, mais toutes les entreprises n'ont pas un capital ouvert aux fonds de pension. Ceci tempère l'évolution du système national de gouvernance vers le seul modèle actionnarial. Comme l'évoque le Commissariat général du Plan (2002a), on observe que, d'un côté, les firmes affichent dans leur ensemble l'objectif de respecter le principe de la maximisation de la valeur actionnariale, même si cette déclaration relève du domaine de la communication vis-à-vis des investisseurs et que, d'un autre côté, un grand nombre d'entreprises adoptent d'autres objectifs que celui de la valorisation boursière des titres. Windsor (2009) évoque à ce sujet le développement de fonds éthiques et le besoin d'une gestion responsable d'un point de vue social et environnemental.

1.2 La stratégie industrielle des entreprises mise au service des exigences de rendement des actionnaires

Le développement des fonds de pension et leur internationalisation conduisent à faire évoluer la gouvernance des entreprises en France qui se conforment en partie au modèle de gouvernance *shareholder*. L'adoption du principe de la valorisation actionnariale implique une modification profonde des stratégies d'investissement et de financement de l'entreprise. Nous décrivons ici le cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale comme un cycle financier d'investissement proche de celui que décrit Minsky (1986). Cependant, le modèle d'investissement de Minsky doit être enrichi compte tenu de la transformation qui affecte la gestion des entreprises depuis le début des années 1980. En effet, les exigences actionnariales impliquent une obligation de résultat pour les entreprises, par opposition à une obligation de moyens (Morin, 2006). Les dirigeants sont tenus d'obtenir un rendement minimum et non plus seulement d'obtenir le meilleur rendement possible compte tenu des moyens qu'ils ont entre leurs mains.

Pour se conformer au principe de la valorisation actionnariale, les entreprises transforment leur stratégie industrielle. Le respect de ce principe engendre une influence réciproque entre la sphère financière et la sphère réelle du fait (i) de la transformation des stratégies industrielles due à l'exigence de rendements financiers importants par les actionnaires et (ii) de la traduction dans la valeur des titres des objectifs réels fixés par les dirigeants d'entreprise.

Pour assurer l'accroissement de la valeur des titres – i.e. de la valeur pour l'actionnaire –, les dirigeants adoptent des objectifs réels industriels et commerciaux qui sont de plus en plus soumis à des objectifs de rendements financiers, comme le soulignent Batsch (1999, 2002), le Commissariat général du Plan (2002a) et Plihon (2009). La financiarisation de leur stratégie, qui traduit l'influence de la sphère financière sur la sphère réelle, implique un déplacement de la prise de décision finale de la direction chargée de la production vers les financiers de l'entreprise (Gomez, 2009). Dans ce contexte, le but des dirigeants est de créer de la valeur actionnariale, c'est-à-dire d'obtenir une rente de situation et un surprofit qui se manifeste par un accroissement des cours boursiers.

Comme l'expliquent Colletis *et al.* (2007), la stratégie industrielle qui permet le verse-

ment de cette rente équivaut à un transfert de la prise en charge du risque de production de l'actionnaire – le créancier résiduel – vers les autres parties prenantes de l'entreprise. La financiarisation des stratégies des entreprises passe par (i) le recentrage et le lancement d'importants projets de croissance externe ; (ii) l'externalisation d'activités ; et (iii) une pression conséquente sur les coûts salariaux (1.2.1).

Il existe par ailleurs des outils pour mesurer la création de valeur actionnariale et appréhender l'influence sur la sphère financière des stratégies adoptées par la sphère réelle, au premier rang desquels le modèle EVA-MVA. Ceux-ci sont relativement peu mis en pratique par les entreprises, en revanche ils servent de référentiel pour éclairer l'intérêt des actionnaires (1.2.2).

1.2.1 Le périmètre d'activité de l'entreprise utilisé comme moyen d'accroître sa rentabilité financière : le rôle déterminant de la croissance externe

Dans le cadre du mode de gestion *shareholder*, la stratégie concurrentielle désigne la capacité de l'entreprise à dégager des marges bénéficiaires importantes par rapport à ses coûts de production. Les dirigeants assujettissent toutes les dimensions de la stratégie industrielle et commerciale à une logique financière, de façon à répondre à l'exigence de maximisation de la richesse de l'actionnaire. C'est en particulier par ce biais que la sphère financière influence la sphère réelle. En effet, pour Batsch (1999), « toute stratégie d'entreprise respectant le principe de la valeur actionnariale intègre la logique financière »⁶.

La stratégie industrielle et commerciale de l'entreprise recouvre trois dimensions principales : les stratégies d'organisation, de portefeuille et d'activités de conquête de marché – stratégie concurrentielle. La stratégie organisationnelle recouvre les moyens d'actions de l'entreprise qui lui permettent de maximiser sa rentabilité économique – ou son taux de profit – tout en minimisant ses investissements. La stratégie de portefeuille d'activités porte sur les choix sectoriels que l'entreprise fait en fonction des rendements et des risques que ces activités comportent. Enfin, la stratégie concurrentielle tient à la recherche d'une marge élevée pour l'entreprise, c'est-à-dire à un écart important entre le prix de vente des biens et les coûts de production correspondants.

Depuis la fin des années 1980, la stratégie de portefeuille évolue dans le sens d'un re-

6. Batsch (1999), p. 14.

centrage sur le métier de base de l'entreprise. Dans le cadre du modèle de gouvernance partenarial, les entreprises avaient au contraire tendance à réduire les risques de production en diversifiant leurs activités. Dans le cadre du modèle de gouvernance actionnarial, les entreprises limitent au contraire la diversification de leur activité, tandis que les actionnaires peuvent diversifier l'origine de leur revenu en procédant à l'achat de titres dans des entreprises variées et limiter eux-mêmes les risques qu'ils prennent (Colletis *et al.*, 2007). Les dirigeants d'entreprise procèdent à un tri dans leur portefeuille d'activités de façon à ne conserver que celles qu'ils jugent comme étant à la fois le cœur de métier de l'entreprise et les plus rentables. Cette stratégie ne se réduit à pas à celle de l'externalisation puisqu'il s'agit ici de se séparer de certaines activités non essentielles et pas seulement de sous-traiter certaines étapes du processus de production.

Les entreprises sont par ailleurs amenées à minimiser le montant de la trésorerie qu'elles détiennent, car les investisseurs jugent que le placement de celle-ci sur les marchés monétaire ou financiers a pour contrepartie un coût d'opportunité à leur niveau – une perte latente – lorsque ces disponibilités restent oisives. Pour réduire le risque économique sans pour autant avoir recours à la diversification des activités, les dirigeants d'entreprise cherchent à acquérir un pouvoir de marché en lançant de vastes opérations de fusion-acquisition (F&A). Les entreprises se concentrent sur leur métier, mais elles doivent en même temps réduire les risques économiques en accédant à des positions dominatrices sur les marchés concernés (Batsch, 1999 ; Colletis *et al.*, 2007). Elles procèdent pour ce faire à la recherche de leur taille critique. Ces opérations ont essentiellement pour but de profiter d'économies d'échelle ou de synergies entre les entités regroupées, permettant d'accroître la rentabilité financière (du Tertre et Guy, 2008).

Pour montrer comment la financiarisation des stratégies organisationnelle et concurrentielle soutient le taux de rentabilité financière (rf), nous le décomposons en fonction du taux de marge $\frac{Rn}{CA}$, du rendement des actifs économiques $\frac{CA}{K}$ et du ratio d'endettement sur les fonds propres $\frac{D}{FP}$:

$$rf = \frac{Rn}{FP} = \frac{Rn}{CA} \cdot \frac{CA}{K} \cdot \left(1 + \frac{D}{FP}\right) \quad (1.1)$$

Avec Rn = résultat net, CA = chiffre d'affaires, K = capital engagé, D = dette financière nette, FP = fonds propres et $K = FP + D$.

La stratégie organisationnelle porte sur le rendement des actifs économiques $\frac{CA}{K}$. L'entreprise doit minimiser ses investissements. La financiarisation repose ici sur l'externalisation d'activités qui sont soit essentielles au bon fonctionnement de la firme, mais non incluses dans le processus de production des biens vendus, soit trop éloignées du marché final. On retrouve ici la dimension organisationnelle de l'objectif de recentrage (Batsch, 2003). Plus généralement, on parle d'un « *re-engineering* » des chaînes de valeur. L'entreprise qui externalise une partie de sa production doit par ailleurs exercer une pression sur ses sous-traitants. Il s'agit en effet d'éviter que le coût des consommations intermédiaires qui s'accroissent vienne annuler l'effet bénéfique de l'externalisation sur la rentabilité globale.

De telles préoccupations sont à l'origine d'un développement considérable de la sous-traitance dans les années 1990. Cette évolution conforte notre propos du chapitre 3 concernant la soumission d'une très grande partie des PME aux grands groupes et, de façon indirecte, aux exigences des actionnaires (Commissariat général du Plan, 2002a). Les groupes qui externalisent une part de leurs activités transfèrent par ce biais à leurs partenaires une partie des risques qu'ils supportent (Colletis *et al.*, 2007).

Les économies en capital réalisées par le biais d'une réduction du BFR (Besoin en Fonds de Roulement), c'est-à-dire des créances nettes d'exploitation, constituent enfin un autre objectif prioritaire de la stratégie organisationnelle.

La stratégie concurrentielle consiste enfin en une action destinée à accroître le taux de marge de l'entreprise par rapport au chiffre d'affaires $\frac{Rn}{CA}$. Le soutien à la rentabilité financière s'opère par la compression des coûts, avec notamment une recherche systématique de diminution des charges salariales. C'est pour cette raison que les dirigeants d'entreprise exercent une pression importante sur les revenus salariaux en ayant recours à la menace des délocalisations⁷. Ce faisant, et selon Colletis *et al.* (2007) et Boyer (2009), les entreprises reportent une partie du risque de la production sur leurs salariés. On peut ainsi dire, avec Aglietta et Berrebi (2007), que « la valeur actionnariale impose (...) sa logique à toute l'économie »⁸.

7. Voir chapitre 3.

8. Aglietta et Berrebi (2007), p. 63.

1.2.2 La mesure de la création de valeur actionnariale : le modèle EVA-MVA

La création de valeur actionnariale est un outil de gestion qui permet de veiller au respect de l'intérêt de l'actionnaire. Lorsqu'elle a recours à cet outil, la sphère réelle se donne des objectifs de profit lui permettant d'agir sur la sphère financière par la valorisation des titres. Il y a création de valeur actionnariale lorsque les dirigeants obtiennent une rentabilité financière supérieure à la rentabilité que les actionnaires peuvent espérer pour un niveau de risque donné (1.2.2.a). Le plus connu de ces outils est le modèle EVA-MVA (« *Economic Value Added - Market Value Added* ») développé par le cabinet Stern & Stewart en 1991. Il permet de calculer le surprofit recherché par la direction de l'entreprise, c'est-à-dire le profit supplémentaire par rapport à celui que les actionnaires sont en droit d'attendre. Cet outil est relativement peu utilisé dans les grandes entreprises aujourd'hui, la création de valeur actionnariale ayant été internalisée (1.2.2.b).

1.2.2.a La logique du modèle EVA-MVA

Dans ce modèle, on suppose que les dirigeants connaissent parfaitement les marchés financiers et la rentabilité rf^* exigée par niveau de risque de l'entreprise. Pour parvenir à valoriser les actions émises par l'entreprise, les dirigeants se fixent un objectif réel de profit à dégager. Nous montrons dans cette section comment les dirigeants procèdent lorsqu'ils souhaitent agir en ce sens.

Le but des dirigeants est de parvenir à une valeur de marché V des fonds propres supérieure à leur valeur d'émission FP , c'est-à-dire :

$$V > FP$$

Or, la valeur de marché des fonds propres est égale au *cash-flow* moyen attendu \hat{P} , actualisé par la rentabilité financière rf^* qui est exigée par le marché boursier :

$$V = \frac{\hat{P}}{rf^*}$$

$$V = \frac{\hat{P}}{rf^*} \Leftrightarrow V = \frac{kf}{rf^*} \cdot FP$$

Le *cash-flow* attendu en moyenne \hat{P} dépend quant à lui de l'objectif de rentabilité financière kf et du montant des fonds propres calculés à leur valeur comptable FP . Il est égal à $\hat{P} = kf \cdot FP$.

De ce fait, la richesse des actionnaires s'accroît à la condition que l'objectif de rentabilité financière fixé par les dirigeants soit supérieur au taux de rendement exigible par les marchés financiers. En d'autres termes, il y a création de valeur pour l'actionnaire lorsque l'entreprise « surperforme » le marché :

$$V > FP \Leftrightarrow kf > rf^*$$

La recherche par les dirigeants d'une rentabilité financière supérieure au taux de rendement exigible par les marchés financiers est équivalente à l'obtention d'un taux de rentabilité économique supérieur au coût moyen pondéré du capital engagé. Le coût moyen pondéré du capital engagé est le coût moyen de revient de l'ensemble des capitaux investis dans l'entreprise, ou coût d'opportunité des capitaux pour les investisseurs. Il permet de connaître le rendement que les agents qui financent l'entreprise – actionnaires et créanciers – sont en droit d'attendre en moyenne sur le marché, compte tenu de la valeur de marché des capitaux qu'ils ont investis dans l'entreprise.

Le coût moyen pondéré des capitaux cmp est égal à la somme de la rentabilité financière exigible rf^* et du taux d'intérêt r sur la dette de l'entreprise, respectivement pondérés par le poids des fonds propres de l'entreprise en valeur de marché V et de la dette D dans la masse totale des capitaux C investis en valeur de marché, avec $C = V + D$. Le coût moyen pondéré du capital est tel que :

$$cmp = rf^* \cdot \frac{V}{C} + r \cdot \frac{D}{C} \quad (1.2)$$

Compte tenu de l'objectif kf de rentabilité financière, le taux de rendement économique sur les capitaux engagés K que les dirigeants attendent est tel que :

$$ke = kf \cdot \frac{FP}{K} + r \cdot \frac{D}{K} \quad (1.3)$$

Avec $K = FP + D$.

Pour obtenir une rentabilité financière au plan de l'entreprise kf supérieure à la rentabilité attendue par les marchés financiers rf^* , les dirigeants d'entreprise se fixent un objectif de taux de rendement économique ke associé à leur investissement qui est supérieur au coût moyen du capital cmp . On a en effet :

$$V > FP \Leftrightarrow C > K \Leftrightarrow \frac{\hat{P}}{cmp} > \frac{\hat{P}}{ke} \Leftrightarrow ke > cmp$$

Pour $\hat{P} > 0$ et $kf \cdot FP = rf^* \cdot V$.

Un objectif de rentabilité économique supérieur au coût moyen pondéré des capitaux permet la création de valeur actionnariale, car la rentabilité servie par l'entreprise pour l'ensemble des capitaux investis dépasse la rentabilité moyenne exigible par le marché pour le niveau de risque de l'entreprise (Commissariat général du Plan, 2002a ; Aglietta et Berrebi, 2007).

Il est alors possible de déterminer le surprofit – ou EVA – nécessaire pour créer de la valeur actionnariale. Celui-ci est égal à l'écart entre le profit attendu pour l'objectif de rentabilité économique que les dirigeants fixent, d'une part, et le profit exigible pour le niveau de risque de l'entreprise, d'autre part :

$$EVA = (ke - cmp) \cdot K \quad (1.4)$$

Ce modèle permet aux entreprises de juger la pertinence des stratégies qu'elles adoptent dans le but de satisfaire les attentes des actionnaires. Il est en effet possible de décomposer le surprofit par pôles d'activité. Les dirigeants peuvent ensuite cibler précisément les pôles qui ne parviennent pas à atteindre leur objectif de surprofit, c'est-à-dire qui détruisent de la valeur, soit pour en modifier la gestion, soit pour s'en séparer (Albouy, 2006). Même en cas de rentabilité économique élevée, une entreprise qui ne parvient pas à « surperformer » le marché n'est pas créatrice de valeur actionnariale. Pour atteindre l'objectif d'EVA, les dirigeants peuvent réorienter leur stratégie industrielle au niveau de chacun de ces pôles. Les dirigeants de chacun des pôles sont chargés d'atteindre un objectif de rentabilité qui leur est propre et doivent, pour ce faire, maximiser le profit qu'ils obtiennent et minimiser les capitaux qu'ils engagent. Un tel outil peut aussi être un support aux activités de recentrage au service de l'actionnaire (Batsch, 2002).

Sur le plan théorique, il permet d'appréhender les liens qui s'établissent entre sphère financière et sphère productive au sein même de l'entreprise. En effet, on observe que le raisonnement qui prime est celui de la recherche du surprofit pour ensuite en déduire une stratégie de production adéquate (Morin, 2006 ; Larmande et Ponssard, 2008).

1.2.2.b Le modèle EVA-MVA et les grandes entreprises cotées

Le modèle EVA-MVA est un modèle emblématique de la gouvernance actionnariale (Morin, 2006 ; Coriat, 2008). Toutefois, les entreprises cotées l'utilisent relativement peu

dans la pratique. Bien qu'elles aient généralement recours à un discours portant sur la création de valeur actionnariale, peu d'entre elles fondent leurs stratégies d'investissement sur le calcul d'indicateurs de création de valeur. Dans un article datant du début des années 2000, Mottis et Ponssard (2002) montrent que sur un échantillon d'une quinzaine d'entreprises françaises et allemandes, toutes mobilisent la notion de création de valeur dans leur communication. En revanche, peu d'entre elles vont jusqu'à réorganiser leur processus de décision se fondant sur de tels indicateurs, et peu d'entre elles mettent en place un système de rémunération des dirigeants fondé sur l'objectif central de la création de valeur actionnariale.

Au final, la plupart des dirigeants de groupe adoptent des objectifs et des méthodes de gestion hybrides. Ils utilisent des indicateurs de création de valeur actionnariale dans leur communication et leur appréciation concernant les choix stratégiques pris aux plus hauts niveaux de l'organisation de l'entreprise. Par ailleurs, ils mettent en place des systèmes incitatifs de rémunération des dirigeants. Cependant, Mottis et Ponssard (2009) constatent que la période de généralisation du VBM – ou *Value Based Management* – s'est accompagnée d'une réduction du recours à l'EVA. En effet, les entreprises ont internalisé la financiarisation des stratégies, ainsi que la nécessité d'un système de rémunération incitatif, de sorte qu'elles ne communiquent plus sur la question de l'EVA.

L'internalisation de la financiarisation de la stratégie des entreprises caractérise l'évolution du comportement des groupes durant la décennie 2000. À partir de l'étude du cas d'une grande entreprise, Larmande et Ponssard (2008) brossent un tableau représentatif de l'évolution d'un grand nombre d'entreprises cotées en matière d'intégration de la logique financière dans les stratégies industrielles. Au début des années 2000, l'entreprise dont les auteurs décryptent le comportement modifie sa gestion sur la base de l'EVA. Le système de rémunération des dirigeants des différentes unités est aussi modifié, la rémunération des dirigeants variant en fonction de l'EVA que chacune des unités obtient. Par la suite, l'entreprise constate qu'il lui est difficile d'atteindre ses objectifs fixés en termes d'EVA. Les dirigeants les abandonnent et se réfèrent au TSR⁹ (*Total Shareholder Return*) pour analyser l'impact de leurs décisions sur la rentabilité des actions. Durant la deuxième par-

9. Le TSR détermine les plus-values et dividendes obtenus par action émise.

tie des années 2000, l'entreprise ayant assimilé les objectifs de gestion définis en termes de minimisation du coût des capitaux, elle ne l'affiche plus comme une priorité.

Selon Mottis et Ponssard (2009), les inconvénients imputés à la complexité d'une gestion fondée sur le calcul de l'EVA l'emportent sur les avantages susceptibles d'en découler en termes de rapprochement entre l'intérêt des actionnaires et celui des dirigeants. Cette contradiction explique l'abandon progressif des méthodes de création de valeur actionnariale. Globalement et selon ces mêmes auteurs, le besoin de la réduction du coût des capitaux engagés se fait de moins en moins ressentir, d'une part, en raison d'un important rattrapage de la rentabilité des entreprises européennes vis-à-vis des entreprises américaines et, d'autre part, en raison de l'introduction de nouveaux critères d'évaluation dans la gouvernance d'entreprise tels que l'impact sur l'environnement ou l'éthique sociale. Toutefois, lorsque les dirigeants sont interrogés, ils estiment en règle générale qu'un *management* orienté vers la création de valeur pour l'actionnaire demeure incontournable. Les dirigeants n'affichent plus ouvertement un objectif de création de valeur actionnariale, mais celui-ci est en réalité internalisé.

1.3 L'effet de levier utilisé comme moyen financier pour répondre aux exigences de rendement des actionnaires

L'influence de la sphère financière sur la sphère réelle s'exprime par la financiarisation des stratégies industrielle et commerciale des entreprises. Le poids de la finance de marché sur l'activité réelle transparaît quant à lui à travers la structure de financement de l'entreprise, qui doit permettre le versement d'une prime de risque aux actionnaires. Les actionnaires assumant un risque supérieur à celui des créanciers, l'entreprise doit assurer aux premiers un taux de rendement supérieur à celui des seconds. Il importe par ailleurs de noter que le principe de la valorisation actionnariale transforme la stratégie d'entreprise dans sa dimension financière, en sus de sa dimension industrielle. Dans ce contexte, la stratégie de financement favorise la fragilité financière des bilans – le risque d'insolvabilité des entreprises –, en phase ascendante d'un cycle financier.

Dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé, l'objectif principal et concret des dirigeants d'entreprise est l'accroissement de la rentabilité financière. Les dirigeants trans-

forment profondément leur stratégie financière pour pouvoir accroître autant que possible la rentabilité financière à travers l'effet de levier financier. Nous nous intéressons ici à la dimension financière de la stratégie des entreprises. Nous expliquons l'intérêt qu'ont les dirigeants à rechercher la maximisation de l'effet de levier à travers l'endettement pour satisfaire les attentes des actionnaires.

Au fondement du mécanisme de l'effet de levier se trouve la possibilité pour la firme de servir aux actionnaires une rentabilité rf supérieure à la rentabilité de l'ensemble des capitaux engagés re . La part du profit qui revient aux actionnaires s'élève lorsque la dette finance une partie des actifs à un coût inférieur à la rentabilité économique. L'existence d'une prime de risque sur les actions justifie l'écart entre rentabilité économique et financière et s'explique par le levier d'endettement, qui tient aux deux composantes suivantes.

En premier lieu, l'obtention d'une rentabilité financière supérieure à la rentabilité économique dépend de l'existence d'un écart positif entre la rentabilité économique re de l'entreprise et son taux d'intérêt apparent i . Si tel est le cas, c'est-à-dire si la rentabilité de l'ensemble des capitaux investis est supérieure au coût du capital emprunté, l'entreprise parvient à dégager un excédent du profit sur les charges d'intérêt qui permet de rémunérer le risque pris par les détenteurs de titres boursiers, supérieur à celui des créanciers. Lorsque le taux d'intérêt est supérieur à la rentabilité économique, on parle d'effet de levier négatif.

En second lieu, l'impact final du levier d'endettement sur la rentabilité financière dépend du taux d'endettement rapporté aux fonds propres $\frac{D}{FP}$ de la firme, ou levier financier au sens strict, qu'elle a tout intérêt à accroître en cas d'effet de levier positif. Lorsque la condition $re > i$ est respectée, les dirigeants d'entreprise qui accroissent leur recours à l'endettement procèdent de fait à une répartition du profit en faveur des actionnaires. On peut décomposer la rentabilité financière comme suit ¹⁰ :

$$rf = re + (re - i) \cdot \frac{D}{FP} \Leftrightarrow re = rf \frac{FP}{K} + i \frac{D}{K} \quad (1.5)$$

Avec $K = D + FP$.

Lorsque l'entreprise dégager une rentabilité financière à court terme rf élevée, les investisseurs financiers sont incités à revoir à la hausse leurs anticipations de profit. Ils révisent alors à la baisse la prime de risque qu'ils exigent sur les actions et la rentabilité financière

10. Voir l'annexe C.3 pour plus de précisions.

anticipée, ce qui a pour effet d'accroître la valeur des actions sur les marchés¹¹. C'est pourquoi la contrainte de valorisation de la richesse de l'actionnaire incite les *managers* à accroître le financement par l'endettement. Cela permet en effet d'élever la rentabilité financière à court terme et, de ce fait, de rémunérer plus fortement la prime de risque sur les actions (Commissariat général du Plan, 2002b).

Dans ce contexte, il convient d'ajouter trois éléments au modèle d'investissement de Minsky (1986) pour appréhender le comportement d'investissement des entreprises dans le cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale : les entreprises (i) étendent leur méthode de financement de la croissance interne aux opérations de croissance externe ; (ii) profitent de l'existence de nouveaux outils financiers pour accroître leur levier d'endettement ; et (iii) procèdent à des rachats d'actions pour soutenir le levier financier au sens strict.

En premier lieu en effet, les dirigeants d'entreprise financent de nombreux projets de fusion-acquisition par le biais de LBO (« *leverage buy out* »), montages financiers à effet de levier. Une entreprise crée une « *holding* » dont le passif est en grande partie constitué de dettes. Cette *holding* sert à racheter une entreprise cible dont elle prend la direction. L'entreprise cible reverse en contrepartie la plus grande part possible de ses *cash-flows* à la *holding* sous forme de dividendes. La *holding* rembourse sa propre dette grâce à ces revenus financiers. Par ce système, les actionnaires qui ont avancé les fonds propres de la *holding* deviennent intégralement propriétaires de l'entreprise acquise lorsque la dette est remboursée et obtiennent une plus-value sur les titres de propriété de la *holding* (Batsch, 1999 ; Betbèze, 2003). La cible finance son propre rachat alors que le nombre d'actionnaires demeure restreint, ce qui limite les problèmes d'agence et ce d'autant plus que la redistribution des *cash-flows* devient un impératif vital pour l'entreprise. Toutefois, ce principe n'est efficace que pour des rachats d'entreprises dont la rentabilité économique est élevée sans quoi le remboursement de l'endettement de la *holding* devient plus complexe. Par ailleurs, la structure octroie une rentabilité financière importante aux actionnaires, qui se réduit cependant à mesure du remboursement de la dette (Batsch, 2002).

En second lieu, les dirigeants d'entreprise peuvent recourir à des émissions de titres

11. Voir chapitre 2.

obligataires dont la masse correspond à une dette dite *mezzanine*. Le remboursement de cette dernière est subordonné à celui de la dette bancaire, de façon à contenter à la fois actionnaires et créanciers : les actionnaires profitent d'une maximisation de l'effet de levier que les premiers créanciers valident puisque la solvabilité de leurs propres prêts est assurée. Ce principe permet aux dirigeants d'entreprise d'accroître la rentabilité financière, malgré la contrainte que les créanciers imposent (Aglietta et Breton, 2001).

Un dernier axe de la stratégie financière se rapporte aux rachats d'actions, autrement dit au phénomène de *relution*, que les dirigeants peuvent financer sur la base d'une trésorerie excédentaire qu'ils souhaitent redistribuer. Ces rachats permettent la réduction des fonds propres engagés. Le levier financier au sens strict ($\frac{D}{FP}$) et par suite la rentabilité financière s'élèvent.

1.4 La fragilité endogène des bilans d'entreprise et les caractéristiques du régime d'accumulation du capital

L'évolution de la gouvernance des entreprises vers le modèle *shareholder* confère une importance supérieure au phénomène de fragilité endogène au cours du cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé, par rapport au cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation fordiste. Pour l'expliquer, nous revenons dans un premier temps sur les mécanismes du modèle *minskyen* de l'investissement puis nous décrivons les caractéristiques du cycle financier d'investissement fordiste. Nous précisons ensuite les éléments qui conduisent à favoriser le développement récurrent de la fragilité endogène dans le cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale par rapport au cycle financier d'investissement fordiste (1.4.1). Dans un deuxième temps, nous présentons succinctement l'origine des cycles sur les valeurs technologiques et de la titrisation (1.4.2), cycles financiers successifs propres au cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé dont nous décrivons les conséquences sur la stratégie de croissance des entreprises dans la suite de ce chapitre.

1.4.1 Une fragilité accrue des bilans d'entreprise en passant du régime fordiste au régime d'accumulation financiarisé

Dans le modèle minskyen, comme nous l'avons décrit au cours du chapitre 1, un boom financier peut naître d'une sous-évaluation du risque sous-jacent aux projets d'un secteur jugé porteur. Dans ce contexte, la préférence pour la liquidité (PPL) des investisseurs recule puisqu'ils sont de plus en plus demandeurs de titres de long terme. Les investisseurs révisent à la baisse les primes de risque qu'ils exigent pour la rémunération des fonds avancés. Les taux d'intérêt augmentés des *spreads* reculent, tout comme le taux de rendement financier exigible par les actionnaires pour un niveau de risque donné. En d'autres termes, on assiste à une baisse du prix d'offre du capital par les opérateurs financiers et à une hausse du prix de demande du capital par les entrepreneurs. Ces derniers profitent de cette situation pour accroître leur acquisition de nouveaux biens en capital fixe par le biais d'un recours à l'effet de levier – financement par endettement au détriment du financement sur la base des fonds propres. De ce fait, la fragilité financière des firmes – leur exposition au risque de défaut – s'accroît à mesure de l'emballement des marchés financiers.

On peut résumer de la façon suivante le retournement puis la phase descendante des cycles financiers dans le modèle minskyen, à l'image de Brossard (1998, 2001). Lorsqu'un événement, quel qu'il soit, conduit à un retournement des anticipations des investisseurs concernant les prix d'actifs, on observe une hausse du désir de ces investisseurs pour les titres de court terme – i.e. un recul de leur PPL. Les opérateurs financiers réévaluent à la hausse le risque prêtéur et les actionnaires sont amenés à accroître la prime de risque qu'ils attendent. Le prix d'offre du capital s'élève en raison de la hausse des taux d'intérêt augmentés d'un *spread*. Pour la même raison ainsi que du fait de la hausse du taux de rendement attendu sur les actions, le prix de demande du capital recule. Ces deux effets impliquent un recul de la croissance interne puis du profit global. Par ailleurs, le refinancement de la dette par l'intermédiaire d'un nouvel endettement devient de plus en plus coûteux. Lorsque le paiement du service de la dette dépend essentiellement des profits anticipés (entreprises « Ponzi » voire « spéculatives »), la chute des profits, combinée à l'accroissement du coût de refinancement, contraignent un grand nombre d'entreprises à se désendetter. Les directions d'entreprise réduisent leur investissement de façon drastique afin d'accroître la trésorerie disponible pour le désendettement. Cependant, ce mouvement

baissier de l'investissement engendre à son tour une chute des profits qui, selon un cercle vicieux, compromet plus encore le désendettement.

Au sein du cycle financier d'investissement fordiste français, l'emballlement de l'investissement exerce une tension sur les capacités productives qui s'accompagne d'une accélération de l'inflation du fait de l'indexation des salaires sur la productivité. Dans ce régime d'accumulation, le crédit bancaire assure l'essentiel du financement de l'activité économique. En effet, la particularité de la fragilité financière endogène qui se développe lorsque les entreprises accroissent leur investissement, tient au fait que le refinancement de la dette permet de contenir voire de diminuer les charges d'intérêt réelles des entreprises du fait de la baisse des taux d'intérêt réels. Au cours de cette phase, l'accélération de l'inflation s'ajoute à l'anticipation d'un accroissement des profits – sur la base du constat d'une élévation des profits réalisés – pour favoriser le recours à l'endettement. Les profits réalisés, valorisés sur les marchés financiers, constituent des collatéraux sur lesquels les banques s'appuient pour accorder un crédit. Tant que les agents tolèrent l'inflation et que leur désir pour les titres à court terme – leur PPL – est faible, ils acceptent de confier leur épargne aux banques. Dans ce contexte, le financement de l'actif des banques ne pose pas de problème particulier.

Le retournement de l'investissement au cours d'un cycle financier propre à la période fordiste dépend quant à lui du niveau de l'inflation et de son acceptation par les différents agents. En France, la Banque centrale est susceptible de réagir à l'accélération de la hausse des prix par une élévation de son taux directeur. Les investisseurs dont l'épargne placée en banque se dévalorise, constatent la hausse des taux d'intérêt à court terme et leur préférence pour la liquidité s'élève. En ce sens, la dévalorisation du passif des banques conduit à un retrait des dépôts et contraint les banques à se financer de façon croissante auprès du marché monétaire à un coût de plus en plus élevé (Aglietta, 1976). Lorsque le coût de financement des banques rattrape puis dépasse le rendement des crédits, le profit des banques recule et force ces dernières à contracter leur offre de crédit. La hausse du coût du refinancement des entreprises – voire l'impossibilité de refinancement – révèle le surendettement des entreprises. Par la suite, les entreprises se désendettent relativement facilement du fait du maintien de l'inflation à un niveau structurellement élevé – inflation rampante (Aglietta, 1976).

Dans le cadre du cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé, l'importance des marchés financiers dans le financement de l'investissement des entreprises est cruciale. Le mécanisme d'emballement de l'investissement qui suit celui des marchés financiers est proche de celui qui est décrit à travers le modèle de Minsky. Il convient d'ajouter que la financiarisation de la stratégie industrielle de l'entreprise implique une extension de l'emballement de la croissance des entreprises en phase ascendante des cycles financiers aux projets de croissance externe (Minsky, 1996 ; Wray, 2009). Lorsqu'ils sont financés par endettement – sur la base de stratégies de LBO notamment –, ces projets constituent une possibilité d'accroissement du rendement pour l'actionnaire dont les dirigeants d'entreprise profitent. Ce type de stratégie favorise par conséquent le développement de la fragilité financière des entreprises.

Lors du retournement des marchés financiers, la contrainte qui découle du principe de la valeur actionnariale génère des difficultés supplémentaires à celles que le modèle minskyen décrit. Les dirigeants d'entreprise, tenus de favoriser l'intérêt de l'actionnaire, sont conduits à utiliser une partie de la trésorerie disponible pour soutenir le cours des actions qui chute sur les marchés boursiers. Les rachats d'actions destinés à soutenir la rentabilité financière, ainsi que le versement de dividendes, ponctionnent le profit qui doit être en théorie tourné vers le remboursement de la dette.

En résumé, la fragilité financière au sein du cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale est accentuée par rapport au cycle financier d'investissement fordiste par deux facteurs principaux : (i) l'importance des opérations de croissance externe que les entreprises financent si possible par endettement ; et (ii) la stratégie des entreprises en phase descendante de cycle qui ne vise pas uniquement à assurer la pérennité de l'entreprise, mais aussi à soutenir le cours des actions émises.

1.4.2 La succession de deux cycles financiers distincts depuis l'avènement du régime d'accumulation financiarisé

Nous focalisons notre étude du cycle financier d'investissement propre au régime d'accumulation financiarisé sur les deux derniers cycles financiers qui se sont succédés historiquement et ont pris place dans les pays occidentaux depuis le milieu des années 1990 : le « cycle des valeurs technologiques » – de 1995 à 2003 – et le « cycle de la titrisation » –

de 2004 à 2008 pour sa phase ascendante. Nous présentons ici l'origine des deux périodes d'emballement correspondantes sur les marchés financiers, en particulier à travers les notions de sous-évaluation du risque par les investisseurs et de recul des primes de risque et des *spreads* de taux d'intérêt qui s'ensuit. Nous décrivons les conséquences de ces périodes d'emballement des marchés financiers sur la croissance des entreprises au cours de la dernière section de ce chapitre.

Au cours des années 1990, du fait de l'importance croissante des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des entreprises, une norme de rentabilité financière élevée s'impose peu à peu aux entreprises – la norme de rentabilité financière à 15%. Dans le même temps, un certain nombre de grandes entreprises du secteur technologique parvient à dégager des profits considérables (Plihon, 2009). En s'appuyant sur ces résultats et compte tenu de l'incertitude qui porte sur les valeurs technologiques, les analystes financiers parviennent à convaincre l'ensemble des acteurs de la possibilité du maintien de rendements financiers considérables, donnant lieu à une période d'excès de confiance de la part des agents (Orléan, 1999). On assiste à un recul du risque perçu par les investisseurs, puis à un emballement de l'investissement des entreprises. L'ensemble des grandes entreprises parvient de ce fait à dégager d'importants profits, validant de fait la norme de rendement financier en vigueur sur les marchés financiers.

La phase ascendante du cycle financier de la titrisation, qui s'étale sur la période 2004-2007, prend quant à elle sa source dans la bulle initiée sur le marché des *subprimes* américains. Au début des années 2000, les banques anglo-saxonnes accroissent leur possibilité de titrisation des crédits, c'est-à-dire de revente de leurs créances destinées à les libérer du risque inhérent à ces dernières. Elles mettent au point le système des ABS (« *Asset Based Securities* »). Il s'agit de véhicules d'investissement qui regroupent des crédits de niveaux de risque variables et revendent des titres adossés à ces crédits. Trois types de titres sont proposés, correspondant à trois catégories de risque (ou « tranches » de risque). Les flux de revenus destinés aux acheteurs de ces titres proviennent des intérêts que versent les emprunteurs initiaux. Les banques proposent aussi des CDO (« *Collateralized Debt Obligations* »), une deuxième concaténation de crédits hypothécaires titrisés. Ces CDO regroupent en effet

des ABS de différents niveaux de risques, et sont vendus à leur tour sous la forme de trois catégories de titres déterminées là encore en fonction du niveau de risque. Les banques financent ces véhicules sur la base de papiers commerciaux, n-ième titrisation adossée à ces mêmes CDO (Orléan, 2009 ; Aglietta, 2008).

Ces pratiques ont pris leur ancrage sur le marché immobilier américain (Wray, 2008). Le marché des *subprimes* est un marché de créances immobilières risquées que les banques titrisent. La sous-estimation du taux de défaut des crédits *subprimes* par les investisseurs sur ce marché, largement favorisée par la titrisation, conduit à un emballement du prix des biens immobiliers. Le climat de confiance se généralise par la suite à l'ensemble des marchés financiers et la PPL des investisseurs recule. Les entreprises profitent du recul généralisé des *spreads* de taux qui en découle, pour financer leurs projets de croissance.

Le recul de la PPL des investisseurs, à l'origine de l'emballement des marchés financiers, repose sur le fait que leurs anticipations de prix d'actifs s'effectuent sur la base d'une convention. Selon l'approche keynésienne de la convention boursière, lorsque l'incertitude règne sur le rendement à venir des actifs, c'est en anticipant l'opinion moyenne du marché – autrement dit par imitation des comportements – que les investisseurs prennent leurs décisions (Wray, 1992 ; Orléan, 1999, 2005). Puisque l'incertitude économique n'est pas probabilisable (Orléan, 2010), seules les croyances des investisseurs sur celles des autres déterminent la prime de risque. Elle n'est en cela que la croyance moyenne des acteurs sur les marchés financiers (Aglietta, 2008).

C'est pourquoi, lorsqu'il règne une forte incertitude sur le rendement futur de certains actifs (financiers ou réels), on peut assister à un recul de la préférence pour la liquidité des investisseurs et de la prime de risque, qui entraîne une période d'envolée des prix sur les marchés financiers. Comme expliqué *supra*, l'écart entre la rentabilité des actions obtenue à court terme rf et la rémunération théorique que les investisseurs sont en droit d'attendre rf^* , s'accroît à chaque emballement financier. De nombreux travaux étudient ce phénomène dans le cas de la crise technologique à travers la notion d'« *equity premium puzzle* », ou mystère de la prime de liquidité (Siegel, 1999 ; Malkiel, 2003).

À chaque période d'emballement financier, les investisseurs s'accordent implicitement sur une convention de rendement élevée. Le recul du risque perçu par les investisseurs

conduit à une révision à la baisse du rendement exigé sur les actions puis à une élévation de la valeur de ces dernières. Dès lors, compte tenu du contexte économique porteur, le recul de la perception du risque de crédit implique un emballement des stratégies de croissance fondées sur un fort effet de levier, et ce d'autant plus que les entreprises sont contraintes par le principe de la valeur actionnariale. De ce fait, le retournement endogène de la PPL, lorsqu'il intervient, révèle une grande fragilité du bilan des firmes (Brossard, 1998).

On observe bien, durant les périodes d'emballement sur les valeurs technologiques puis sur les actifs titrisés, le phénomène de disparition de la prime de risque. L'écart entre la rentabilité obtenue à court terme rf et la rentabilité exigible par les actionnaires rf^* connaît un pic historique en 1998 (Artus, 2002 ; Siegel, 2005). Comme le montre Artus (2008), le même phénomène accompagne la phase ascendante du cycle de la titrisation. À cette occasion, l'emballement de l'endettement des ménages dans les pays anglo-saxons et de l'endettement des entreprises dans ces mêmes pays ainsi qu'au sein de la zone euro, accompagne l'envolée du prix des actifs immobiliers. La disparition de la prime de risque sur l'ensemble des actifs financiers¹² se produit suite au recul des *spreads* sur les taux d'intérêt que les dérivés de crédit ont autorisé.

2 Les fluctuations de l'investissement des entreprises françaises au cours du cycle financier d'investissement dans les décennies 1990 et 2000

Pour mettre au jour l'existence d'un cycle d'investissement rythmé par la formation, puis l'éclatement de bulles financières dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé, nous étudions le comportement des entreprises françaises et des grands groupes cotés lors des deux phases d'emballement puis de retournement des marchés boursiers dans les deux dernières décennies. Nous focalisons notre analyse sur le cycle des valeurs technologiques de 1996 à 2003 et sur la phase ascendante du cycle de la titrisation de 2004 à 2008. À

12. Artus parle ainsi d'un « écrasement » de la prime de risque. Artus (2008), p. 6.

partir des données de comptabilité nationale sur les sociétés non financières résidant en France et des comptes consolidés des grands groupes non financiers cotés en France, nous décrivons et distinguons le comportement des groupes, sous influence directe des actionnaires, et celui de l'ensemble des entreprises. Dans cette section, nous montrons dans un premier temps la récurrence de l'emballlement de l'investissement qui suit l'emballlement des marchés boursiers (2.1). Nous décrivons dans un deuxième temps les conséquences des phases ascendante et descendante d'un cycle financier sur la stratégie de financement mise en œuvre dans le but de servir l'intérêt des actionnaires (2.2). Cette stratégie repose essentiellement sur une distribution accrue de trésorerie et un soutien financier des cours boursiers par une maximisation de l'effet de levier à travers l'endettement.

2.1 L'accélération de l'investissement au cours de la phase d'emballlement du cycle financier

De façon à mettre en évidence l'emballlement récurrent de l'investissement, nous mesurons dans un premier temps le taux d'accumulation de nouveaux biens d'équipement en distinguant nos deux échantillons d'entreprises. Mesuré comme le taux de croissance du stock de capital fixe, ce taux indique que l'investissement s'accélère sous l'impulsion de l'euphorie financière (2.1.1). L'évolution du bilan des firmes confirme dans un deuxième temps que les phases d'envolée des marchés financiers s'accompagnent aussi d'une nette augmentation des décisions de croissance externe, notamment dans le cas des grands groupes cotés (2.1.2).

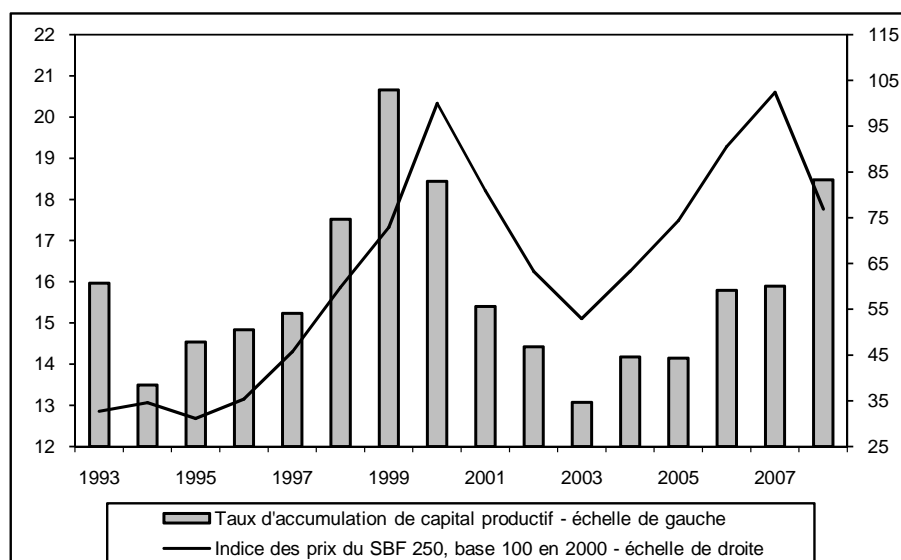
2.1.1 La montée de l'investissement sous l'impulsion de la croissance externe

Chacun des deux emballlements des marchés financiers que nous étudions s'accompagne d'une accélération de l'investissement en nouveaux biens d'équipement. Dans le cas des grands groupes cotés, on observe une corrélation nette entre leur taux d'accumulation¹³ et l'indice des cours boursiers du SBF 250 (graphique 4.1). Le taux d'accumulation du capital atteint son maximum en 1999 avec un taux de croissance de 20,7%, puis il com-

13. Le taux d'accumulation rapporte en théorie le flux d'investissement nouveau au stock de capital de l'année précédente. Compte tenu de la particularité de la construction de l'échantillon, un tel ratio fait encourir le risque de rapporter un flux à un stock qui porteraient sur des groupes différents. Pour éviter cet écueil, le taux d'accumulation ici présenté rapporte donc le flux d'investissement nouveau au stock de capital de l'année en cours diminué de ce même flux d'investissement.

mence à décroître en 2000, avec le début de la crise des valeurs technologiques. En 2003, il atteint son niveau le plus bas sur la période étudiée (13%), coïncidant avec le point bas des cours boursiers sur la même période. À partir de 2004, le taux d'accumulation repart à la hausse en atteignant 18,4% en 2008, de concert avec le nouveau mouvement haussier sur les marchés financiers. Toutefois, cette accélération est bien moindre que sur la période précédente, comme Aglietta et Berrebi (2007) le soulignent.

GRAPHIQUE 4.1 – Taux d'accumulation du capital productif des groupes non financiers du SBF 250 et effet d'entraînement des marchés financiers en %



Sources : Thomson One Banker (2009) et Guy (2011), calculs de l'auteur.

Nous décrivons dans le graphique 4.2 le comportement d'investissement des sociétés non financières du SBF 250 en distinguant le flux d'acquisition de nouveaux biens en capital¹⁴, les flux d'acquisitions de titres financiers, l'autofinancement brut, afin de calculer par différence le *free cash-flow* restant après investissement. Par définition, le *free cash-flow* correspond au flux de trésorerie disponible pour financer un versement de dividendes, un rachat d'actions ou un remboursement de dette. Ces données étant issues des tableaux de flux de trésorerie, elles mesurent uniquement les opérations donnant lieu à une dépense monétaire. Elles sous-estiment par conséquent les montants engagés dans ces opérations. L'entrée de groupes dans l'indice SBF 250 peut par ailleurs perturber l'analyse des évolu-

14. Ces flux sont calculés bruts des amortissements et nets des cessions

tions de flux. Pour éviter cet écueil, nous cylindrons l'échantillon, c'est-à-dire que nous ne retenons que les entreprises pour lesquelles les données sont disponibles sur l'ensemble de la période¹⁵.

On note une accélération très nette de la croissance interne sur la période 1996-2000, qui se reproduit en partie sur la période 2004-2008, aussitôt passé le marasme engendré par l'éclatement de la « bulle technologique » en 2001-2002.

Encadré 1 – L'utilisation des tableaux de flux de trésorerie pour analyser le comportement des dirigeants en matière de redistribution du *cash-flow* (trésorerie) aux actionnaires au cours des cycles financiers

L'étude des tableaux de flux de trésorerie permet d'appréhender à la fois les modalités d'investissement des entreprises, croissance interne et croissance externe, et la façon dont les dirigeants décident de financer ces opérations. La décomposition des données des tableaux de flux permet de décrypter les évolutions concernant (i) les opérations d'exploitation qui déterminent la formation de l'autofinancement brut ; (ii) les opérations d'investissement dans lesquelles on retrouve les opérations de croissance interne et externe ; (iii) les opérations de financement à travers lesquelles s'effectue un arbitrage en matière de versement de dividendes puis de financement externe (du Tertre et Guy, 2009).

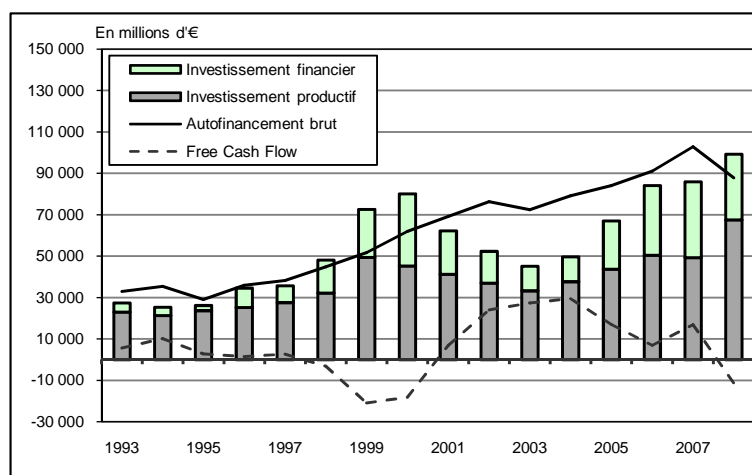
Parallèlement, on construit l'équivalent d'un tableau de flux de trésorerie en comptabilité nationale pour établir une analyse du comportement des entreprises françaises sur la base de comparaisons avec le comportement spécifique des grands groupes. Dans le cadre de la comptabilité nationale, les données utilisées proviennent à la fois des comptes de revenus des sociétés non financières et des flux des comptes de patrimoine. Ces tableaux permettent de montrer comment évolue la propension des dirigeants à redistribuer le *cash-flow* aux actionnaires.

Dans le graphique 4.3, on observe le comportement cyclique de l'investissement de l'ensemble des entreprises françaises. Comme dans le cas des grands groupes cotés, on remarque que, à partir de 1993, le taux d'accumulation du capital suit la même évolution que les cours boursiers¹⁶. L'envolée des marchés financiers de 1995 à 2001 s'accompagne d'une accélération régulière et vive de l'investissement puisque le taux d'accumulation des sociétés non financières s'élève à 11,5% en 1995 pour atteindre un pic de 14,1% en 2001.

15. Comme le montre l'annexe C.1, ce cylindrage affecte quelque peu la répartition sectorielle de l'échantillon en termes de valeur ajoutée brute.

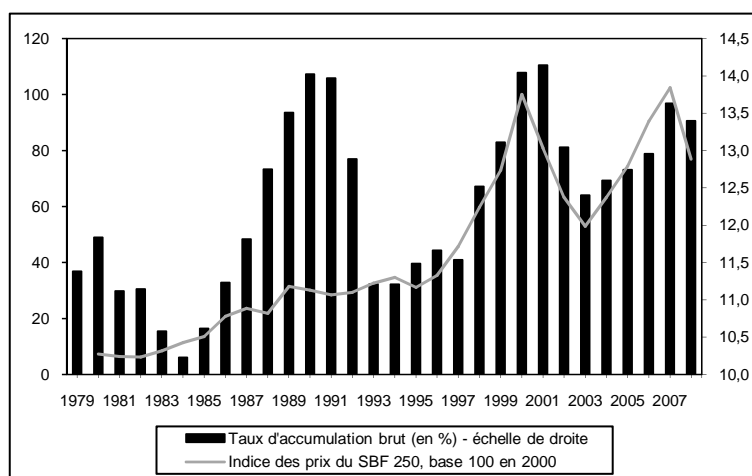
16. Le taux d'accumulation ici calculé ne peut être comparé en niveau à celui des groupes du SBF 250, à la fois du fait des effets de valorisation du capital en comptabilité nationale, mais aussi du fait de l'élimination des actifs immobiliers de notre calcul effectué à partir des données de comptabilité nationale.

GRAPHIQUE 4.2 – Les stratégies d'investissement des groupes non financiers du SBF 250 à partir des tableaux de flux de 1993 à 2008 (données cylindrées, 111 groupes)



Sources : Thomson One Banker (2009) et Guy (2011), calculs de l'auteur.

GRAPHIQUE 4.3 – Taux d'accumulation du capital productif des sociétés non financières en France et effet d'entraînement des marchés financiers de 1979 à 2008



Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

Ce niveau est comparable au pic de 1990-1991 faisant suite au redressement des profits qui débute dans la seconde moitié des années 1980 selon l'OFCE (1989). Dès le krach boursier du milieu de l'année 2000¹⁷, on constate un retournement à la baisse du taux d'accumulation. Il atteint son point le plus bas en 2003 (12,4%), pour ensuite reprendre un chemin haussier jusqu'en 2007 parallèlement au redressement des marchés financiers. À cette date, le taux d'accumulation demeure cependant en deçà des pics de 1990 et 2001. La

17. Voir annexe C.2.

crise des *subprimes* se déclenche courant 2007 et le taux d'accumulation recule dès 2008. Le comportement de l'ensemble des entreprises est donc très proche sur ce point de celui des grands groupes cotés.

L'analyse en termes de taux d'investissement qui rapporte l'investissement à la valeur ajoutée, réalisée par Givord *et al.* (2008), corrobore ces différents constats. Les mêmes cycles d'investissement apparaissent dans les autres pays de l'OCDE comme en France. Toutefois, la reprise de l'investissement après la crise des valeurs technologiques en 2000-2002 est moins vive dans les pays anglo-saxons et en Allemagne qu'en France.

La mise en parallèle des évolutions cycliques du taux d'accumulation de nouveaux biens d'équipement et des cours boursiers permet d'interpréter les deux phases ascendantes de 1996-2000 et de 2004-2008 qui précèdent les deux crises financières de 2000-2002 et de 2007-2008 comme des phases d'emballement de l'investissement engendrées par l'euphorie financière. Par ailleurs, l'apparition des fonds de pensions anglo-saxons dans le capital des entreprises en France au début des années 1990, incite à penser que les entreprises françaises commencent à se conformer au principe de la valeur actionnariale à partir de cette date. Autrement dit, le cycle financier modèle celui de l'investissement, parce que les dirigeants d'entreprise cherchent à répondre aux attentes des actionnaires sous la pression de la montée en puissance des investisseurs institutionnels. Ces attentes se transforment en norme conventionnelle sur les marchés financiers.

Dans chaque phase ascendante du cycle financier, les conventions de rendement élevées ont pour corollaire une forte réduction de la préférence pour la liquidité. Par conséquent, le prix de demande du capital selon la terminologie de Minsky – soit le prix que l'entrepreneur est prêt à payer pour acquérir un bien en capital – s'élève. Dans le même temps, le prix d'offre du capital – ou prix proposé par les banques ou les opérateurs financiers pour le prêt de fonds – recule. C'est ainsi que selon Minsky, une poussée procyclique de l'investissement intervient.

2.1.2 La croissance externe comprise comme le moyen d'accroître la rentabilité financière de l'entreprise

Le comportement des entreprises confirme que le cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé génère une vive fluctuation de la croissance interne

des groupes. À la lumière du graphique 4.2, nous pouvons par ailleurs inférer l'idée que la contrainte de maximisation de la valeur actionnariale amplifie l'investissement financier, c'est-à-dire pour l'essentiel les opérations de croissance externe. Les deux modalités de croissance se cumulent en phase ascendante de cycle et régressent parallèlement en phase descendante.

Cependant, les données comptables issues des tableaux de flux de trésorerie des groupes retracent imparfaitement les opérations de F&A (Bachy et Sion, 2005), dans la mesure où les opérations de F&A financées par échange d'actions (OPE) en sont exclues puisqu'elles ne donnent pas lieu à un flux de trésorerie. Pour mieux appréhender le poids des investissements financiers dans la stratégie des grands groupes, nous nous proposons d'étudier les variations des postes de leur bilan (2.1.2.a). Nous montrons par ailleurs que l'emballlement de l'investissement correspondant à une stratégie de croissance externe touche l'ensemble des entreprises durant les périodes d'envolée des cours boursiers (2.1.2.b).

2.1.2.a Les variations du bilan des groupes et la croissance externe

De façon à évaluer au plus près la variation du périmètre des groupes, nous proposons d'adopter une approche originale qui consiste à raisonner en termes de variation des postes du bilan des groupes. Dans ce but, nous proposons une analyse de l'évolution du stock d'actifs incorporels inscrit à l'actif du bilan des entreprises, ce qui permet de se donner une idée précise de l'ampleur des opérations de F&A. En comptes consolidés, lorsqu'un groupe procède à l'acquisition d'une filiale, celle-ci est intégrée proportionnellement ou par mise en équivalence (Bachy et Sion, 2005 ; Colinet et Paoli, 2005). Le groupe intègre au sein de son bilan la part de l'actif net qu'il possède dans sa nouvelle filiale. L'actif net est égal à la somme des actifs de la filiale, les actifs étant réévalués à leur juste valeur – prix potentiel de cession de l'actif – et nets de la dette financière de l'entreprise acquise. Cette méthode conduit à enregistrer un écart d'acquisition, ou « *goodwill* », lorsqu'un écart apparaît entre le coût d'acquisition des titres et l'actif net à sa juste valeur de la nouvelle filiale.

Dans ces conditions, la variation du poste des actifs corporels dépend à la fois de l'acquisition de nouveaux biens d'équipement et de l'acquisition d'actifs productifs déjà existants et possédés par les entreprises acquises. La variation du poste des actifs corporels repré-

sente de ce fait, d'une part, les opérations de croissance interne, qu'elles soient financées par un flux de trésorerie ou non – contrat de location financement – et, d'autre part, les stratégies de croissance externe.

La variation du poste des actifs financiers dépend quant à elle des nouvelles acquisitions de participations minoritaires – financées ou non par un flux de trésorerie –, ainsi que des participations minoritaires des entreprises acquises.

Parallèlement, la variation du poste des actifs incorporels permet de se faire une idée assez précise de l'ampleur des opérations de croissance externe menées par les grands groupes français, puisque ce poste inclut les *goodwills* évoqués ci-dessus. Il convient de préciser que nous ajoutons l'amortissement des actifs corporels comme incorporels aux variations de bilans correspondantes, de façon à obtenir des investissements bruts, ainsi que la capacité ou le besoin de financement des groupes tout en respectant les principes comptables¹⁸.

Pour obtenir une estimation du besoin ou de la capacité de financement des groupes qui tienne compte de l'ensemble des dépenses de l'entreprise – qu'elles soient financées ou non par un flux de trésorerie –, nous retirons au flux d'autofinancement des groupes (identique à celui présenté dans le tableau 4.2), la variation de chaque poste d'actif du bilan, ainsi que les versements de dividendes.

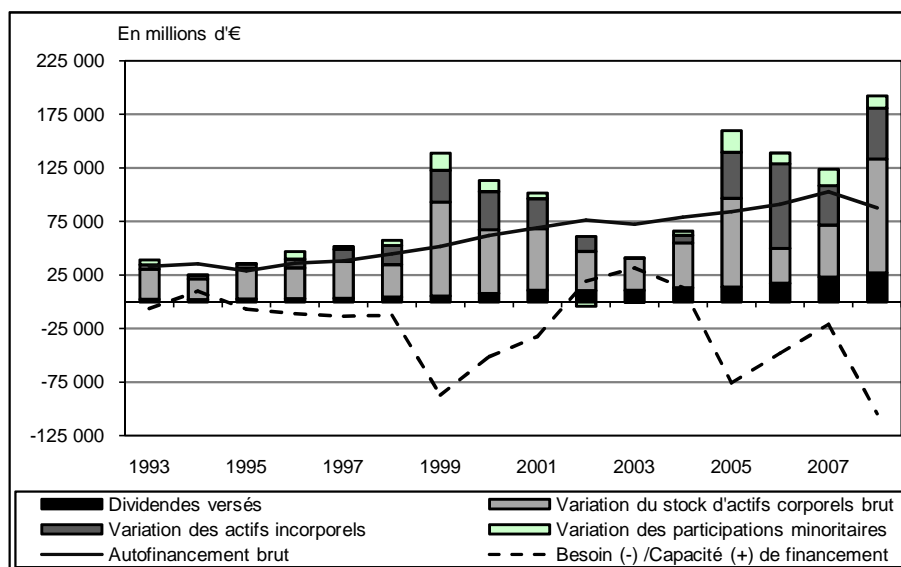
Sur le graphique 4.4, on observe que les groupes accroissent considérablement les moyens mobilisés pour les opérations de croissance externe durant les phases d'accélération sur les marchés financiers. Dès 1995 et jusqu'au milieu de l'année 2000¹⁹, année du déclenchement de la crise dite technologique, le poste des actifs incorporels se gonfle de plus en plus, année après année. Après un effondrement de l'accumulation d'actifs incorporels durant la phase descendante du premier cycle étudié (2001-2003), cette accumulation s'envole vers des pics et un niveau moyen jamais atteints auparavant²⁰. Conformément à l'hypothèse évoquée

18. Le besoin de financement correspond à la nécessité d'un apport externe de capitaux sous forme de dette ou d'émission d'actions. La capacité de financement désigne au contraire la possibilité de financer d'autres agents.

19. La crise des valeurs technologiques s'est déroulée en deux temps, avec un premier recul des marchés financiers au milieu de l'année 2000 et un deuxième au milieu de l'année 2001. Pour plus de détails, voir l'annexe C.3.

20. Le déclenchement de la crise des *subprimes* s'étant déroulé en deux paliers, on assiste à un ralentissement de la variation des intangibles en 2007. La variation de ce poste se maintient pourtant au-dessus des niveaux atteints au plus haut de la « bulle technologique », et augmente de nouveau en 2008.

GRAPHIQUE 4.4 – Les stratégies d'investissement des groupes non financiers du SBF 250 à partir des variations de bilan de 1993 à 2008 (données cylindrées, 111 groupes)



Sources : Thomson One Banker (2009) et Guy (2011), calculs de l'auteur.

plus haut, on constate que la croissance des entreprises est bel et bien entraînée à la hausse par les mouvements de hausse des prix sur les marchés financiers.

En revanche, l'idée selon laquelle les versements de dividendes ont pour effet de limiter l'investissement, que Husson (2006) décrit, n'est pas confirmée. On constate certes une croissance régulière du versement de dividendes (graphique 4.4), phénomène qui peut aussi être observé sur le plan macroéconomique à partir des données de comptabilité nationale (Clévenot *et al.*, 2010). Cependant, les montants engagés dans les stratégies de croissance interne et externe, ainsi que leurs fluctuations, sont sans commune mesure avec les dividendes distribués.

2.1.2.b La croissance externe des entreprises implantées en France, la question des doubles-comptes et le problème de la réévaluation

L'étude des stratégies de croissance externe au plan des Sociétés Non Financières (SNF) françaises est compliquée par deux éléments principaux : (i) la comptabilité en valeur de marché des stocks conduit à surévaluer ces projets lorsque l'on analyse directement les données de stock des comptes de patrimoine de l'INSEE ; et (ii) contrairement au stock d'actifs financiers du bilan des groupes, le stock d'actifs financiers des SNF en comptabilité

nationale n'est pas consolidé. La masse d'actions détenues représente en effet à la fois les participations minoritaires et majoritaires de chaque entreprise, et la détention de filiales engendre des doubles-comptes (Commissariat général du Plan, 2002b).

Pour étayer en particulier la première difficulté, nous proposons une analyse du poids des actions détenues dans le stock d'actifs des sociétés non financières. Compte tenu des données à notre disposition, il ne nous est pas possible de résoudre le problème de la non-consolidation des données. En revanche, nous analysons la stratégie de croissance externe des entreprises à travers les données de flux d'acquisition d'actions car ces flux ne sont pas sujets à la réévaluation de stocks passés à leur valeur de marché. Ils permettent de ce fait de limiter la surestimation des projets de croissance externe due à la comptabilité en valeur de marché et à la revalorisation des stocks qui en découle.

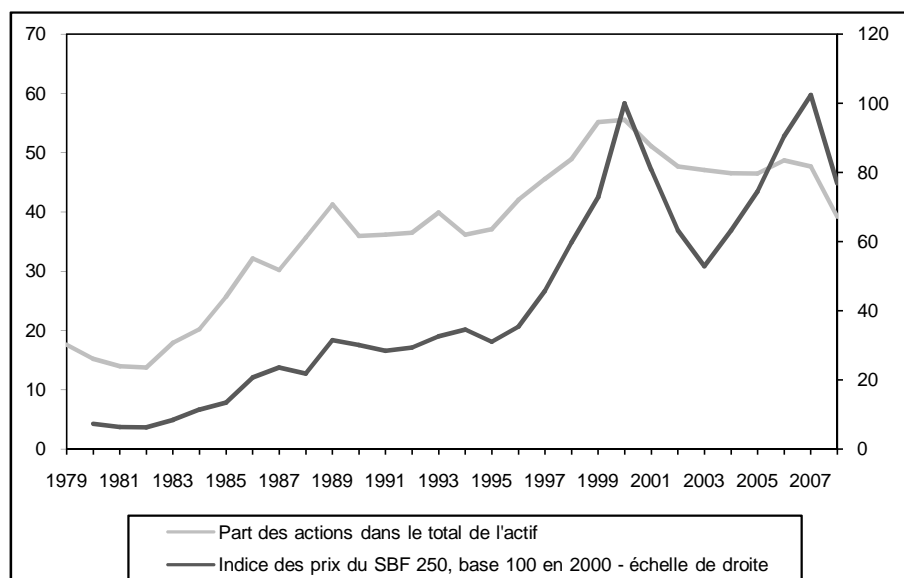
La part des actions détenues par les entreprises dans le total de leur actif augmente sur l'ensemble de la période (graphique 4.5). Alors que ces actifs ne représentent que 17,6% de l'actif total en 1979, leur part s'accroît pour atteindre 48,7% en 2006. D'importantes fluctuations sont toutefois présentes. Après une hausse de la part des actions jusqu'en 1989, un palier est atteint. Il est franchi à partir de 1995 et la part des actions dans le total de l'actif atteint un pic en 2000 (55,6%). Elle chute au moment de la crise financière de 2001-2002, puis repart légèrement à la hausse. Dès 2007, on observe un nouveau recul. Les effets de valorisation jouent un rôle considérable dans l'accroissement du poids des actifs non financiers dans le total de l'actif des sociétés non financières, comme l'illustre l'évolution de l'indice des prix sur les marchés boursiers français²¹.

Les flux d'acquisition d'actions étant enregistrés à leur prix courant, ils sont un agrégat des fonds que chaque entreprise engage durant la période courante dans ses projets de croissance externe, ainsi que dans l'acquisition de participations minoritaires. En revanche et comme expliqué ci-dessus, ces flux ne sont pas consolidés. Cette caractéristique permet de fait d'éliminer le problème de la revalorisation des stocks passés et de mieux percevoir les stratégies de croissance externe.

Extrêmement faible en début de période, l'acquisition d'actifs financiers par l'ensemble des entreprises françaises connaît une hausse importante durant les années 1980, période

21. Ces données sont fournies par l'OCDE (2009).

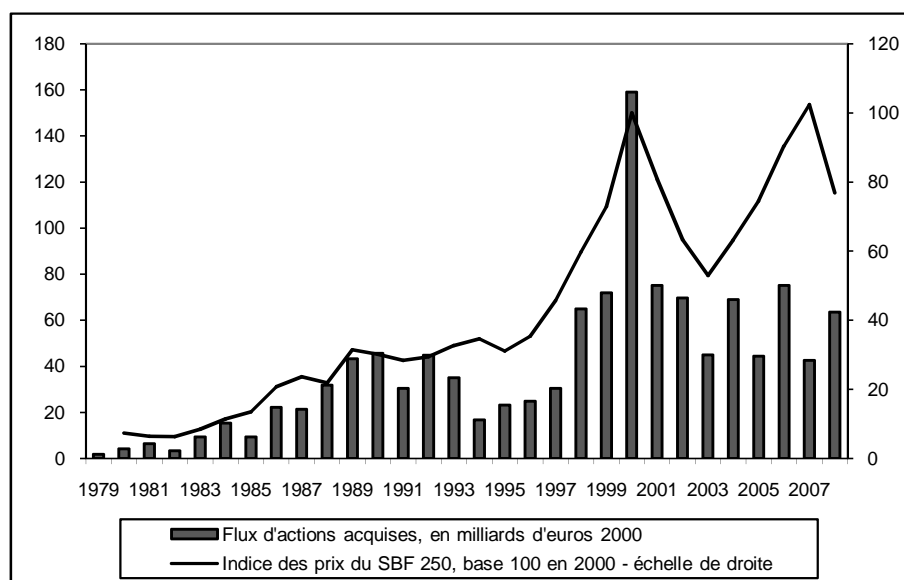
GRAPHIQUE 4.5 – Part des actions détenues dans l'actif des sociétés non financières en France de 1978 à 2008 en %



Notes : Le total de l'actif est entendu au sens du bilan fonctionnel et est égal à la somme des actifs non financiers $p_k K + OK$, des actions détenues $p_e E_e$ et du besoin en fonds de roulement BFR . Pour plus de détails, voir annexe A.1.

Sources : INSEE (2009), OCDE (2009) et Clévenot *et al.* (2010), calculs de l'auteur.

GRAPHIQUE 4.6 – Acquisitions d'actifs financiers par les sociétés non financières en France de 1979 à 2008



Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

de libéralisation financière (graphique 4.6). La dépression de 1993 s'accompagne ensuite d'un recul des investissements financiers. De 16,7 milliards d'euros en 1994²², ils s'envolent pour atteindre un niveau exceptionnel de 159,1 milliards en 2000 (71,9 en 1999). La chute des marchés financiers s'accompagne ensuite, comme attendu, d'un recul massif de ces investissements. Les dirigeants d'entreprise maintiennent cependant un haut niveau d'activité en la matière puisque le point bas des années 2000 est de 45 milliards d'euros investis en actions en 2003, soit bien au-dessus du maximum atteint dans les années 1990. Cependant, la reprise des activités financières des entreprises en France durant la phase haussière du cycle de la titrisation est assez mitigée, contrairement à ce que l'on constate pour les grands groupes. Alternativement, on observe des hausses et des baisses de ce flux année après année. Toutefois, si l'on prend comme référence le point bas de 2003, les achats d'actifs financiers repartent en moyenne à la hausse de 2004 à 2008.

Le fait que nombre d'entreprises, dont les PME, n'aient pas accès aux marchés financiers permet de comprendre pourquoi les fluctuations de l'investissement financier sont nettement moins marquées que pour les comptes des grands groupes (à l'exception notable de l'année 2000). Toutefois l'importance de ces investissements, ainsi que leur dépendance vis-à-vis de l'évolution de la confiance sur les marchés financiers, ne sont pas l'apanage des grands groupes cotés. L'acquisition d'actifs financiers par les entreprises en France ne souffre pas du biais de la revalorisation puisqu'il s'agit du flux brut d'actions achetées dans l'année. En revanche, contrairement aux données des tableaux de flux de trésorerie des comptes de groupes, ce flux d'acquisition d'actifs financiers comporte les acquisitions que les dirigeants financent sur la base d'opérations d'échange d'actions²³.

2.2 Les modalités de financement de l'investissement au service des intérêts à court et à long termes des actionnaires

La croissance des entreprises fluctue nettement au gré des phases ascendantes et descendantes du cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale. L'approche financière des stratégies industrielles et commerciales conduit en particulier les entreprises

22. Les données sont en prix constant. Nous les corrigeons de l'indice des prix du PIB, base 100 en 2000.

23. Voir annexe A.1.

à lancer d'importants projets de fusion-acquisition. Cette approche financière a pour but la maximisation de la valeur pour l'actionnaire et en dernière analyse un accroissement du flux de trésorerie destiné à l'actionnaire. Nous décrivons dans cette section la façon dont les entreprises parviennent à combiner l'emballlement cyclique des projets d'investissement et la redistribution d'un important flux de trésorerie aux actionnaires. La construction d'un tableau de flux de trésorerie agrégé pour les grands groupes, comme pour l'ensemble des sociétés non financières en France, nous permet de décrire les points clés de cet arbitrage.

À partir de la période de crise sur les valeurs technologiques, les groupes parviennent à dégager un flux de trésorerie après investissement – le *free cash-flow* – positif grâce à l'élévation de l'autofinancement, ce qui n'est pas le cas des sociétés non financières françaises si l'on fait abstraction des problèmes de consolidation concernant la croissance externe (2.2.1). Les groupes utilisent la trésorerie qu'ils dégagent après financement de leur investissement pour servir l'intérêt des actionnaires, notamment à travers une limitation de l'émission nette d'actions et l'accroissement du versement de dividendes (2.2.2). L'étude des contreparties du besoin de financement externe de l'ensemble des entreprises françaises montre, quant à elle, un même accroissement de la ponction que les dividendes opèrent sur la trésorerie et met en évidence les fluctuations cycliques de l'endettement.

2.2.1 Le redressement de la capacité d'autofinancement des entreprises

Après la période d'emballlement sur les valeurs technologiques, le redressement massif du *free cash flow*²⁴ des groupes leur permet de satisfaire au mieux les exigences des actionnaires en matière de redistribution de la trésorerie (2.2.1.a). Cette tendance à la redistribution de la trésorerie est moins flagrante pour l'ensemble des entreprises françaises (2.2.1.b).

2.2.1.a L'obtention par les groupes d'un *free cash flow* positif sur longue période

L'étude complète des tableaux de flux de trésorerie permet d'appréhender à la fois les modalités d'investissement des entreprises – croissance interne et croissance externe – et la façon dont les dirigeants décident de financer ces opérations. La décomposition des données des tableaux de flux permet de décrypter les évolutions concernant (i) les opérations d'exploitation qui déterminent la formation de l'autofinancement brut ; (ii) les opérations

24. Pour rappel, le *free cash flow* est le flux de trésorerie restant sur l'autofinancement après financement de l'investissement total.

d'investissement dans lesquelles on retrouve les opérations de croissance interne et externe ;
(iii) les opérations de financement à travers lesquelles s'effectue un arbitrage en matière de versement de dividendes puis de financement externe (du Tertre et Guy, 2009).

La décomposition de l'autofinancement des groupes cotés au SBF 250 se modifie profondément sur longue période (tableau 4.1). Le résultat net représente 60,6% durant la période 1989-1995 puis chute à 51% durant la période 2004-2008.

À chaque phase ascendante des cycles financiers, la part des amortissements dans l'autofinancement représente autour de la moitié de l'autofinancement disponible. Le résultat net s'accroît par ailleurs fortement par rapport à chaque phase descendante, bien aidé en cela par la pression que les dirigeants exercent à long terme sur le partage de la valeur ajoutée (du Tertre et Guy, 2009). La part des amortissements représente plus des trois quarts de l'autofinancement durant la phase descendante du cycle des valeurs technologiques. La sortie de crise rend en effet les provisions nécessaires en raison de la chute du prix des actions et de dévalorisation concomitantes des participations acquises précédemment lors d'opération de F&A.

La part du *free cash flow* dans l'autofinancement perd 11,5 points entre la période 1989-1995 et la période 1996-2000 (-19,4% de l'autofinancement). En période de croissance, les opérations de croissance interne et externe nécessitent la mobilisation d'importants financements. Après la période de redressement des bilans – désendettement – qui suit le pic de 2001-2002, ce flux devient positif en particulier en raison de l'effort considérable des entreprises en matière de réduction de l'investissement. La croissance interne subit cependant une contraction supérieure à celle de l'investissement financier – acquisitions minoritaires et croissance externe –, ce qui est révélateur de la priorité que les groupes accordent aujourd'hui à leur croissance externe et la recherche d'un pouvoir de marché par ce biais.

Le comportement le plus frappant réside cependant dans l'obtention puis le maintien d'un *free cash flow* positif dès 2001 et la crise sur les valeurs technologiques : il se situe à 23,4% de l'autofinancement durant la période 2001-2003. En dépit des fluctuations de l'investissement, les groupes dégagent un flux de trésorerie positif qu'ils peuvent utiliser

TABLEAU 4.1 – Formation et utilisation de l'autofinancement brut des groupes non financiers du SBF 250

Moyenne des flux cumulés en % de l'autofinancement brut	1989 1995	Varia- tion	1996 2000	Varia- tion	2001 2003	Varia- tion	2004 2008
	%	en pts	%	en pts	%	en pts	%
Opérations d'exploitation							
Résultat net + plus-value sur actifs	60,6	-15,3	45,3	-21,2	24,1	26,9	51,0
Amortissements - variation du BFR	39,4	15,2	54,7	21,2	75,9	-26,9	49,0
Autofinancement brut	100,0		100,0		100,0		100,0
Opérations d'investissement							
Investissement productif	87,3	-10,3	77,0	-23,5	53,4	-0,8	52,6
Investissement financier	20,6	21,8	42,4	-19,3	23,1	10	33,2
Investissement total	107,9	11,5	119,4	-42,8	76,6	9,2	85,8
Free Cash Flow	-7,9	-11,5	-19,4	42,8	23,4	-9,2	14,2
Opérations de financement							
Dividendes versés	7,5	4,1	11,6	2,9	14,5	6,8	21,3
(+) Rachats nets d'actions / (-) Émissions nettes d'actions	-12,1	3,3	-8,8	10,7	1,9	-1,8	0,1
(+) Désendettement net / (-) Endettement	-3,4	-18,8	-22,2	29,2	7,0	-14,1	-7,1
(+) Capacité de financement / (-) Besoin de financement	-15,4	-15,6	-31,0	39,9	8,9	-16	-7,1

Notes : Les données de flux de trésorerie portant sur la croissance interne et externe des groupes dans le tableau TAB - Formation Autofinancement - SBF sont les mêmes que celles que nous présentons dans les graphiques 4.2 et 4.3. Elles sont ici rapportées en proportion de l'autofinancement. L'investissement productif représente uniquement les acquisitions d'équipements nouveaux – la croissance interne. L'investissement financier représente l'acquisition d'équipements existants à travers les opérations de croissance externe, les placements financiers et la détention d'intérêts minoritaires.

Sources : Thomson One Banker (2009) et du Tertre et Guy (2009), calculs de l'auteur.

pour satisfaire l'intérêt de l'actionnaire. Même s'il recule quelque peu durant la période d'emballlement sur les actifs titrisés, on observe son maintien à une moyenne de 14,2% de l'autofinancement durant la période 2004-2008. Le redressement du résultat net permet celui du *free cash flow*. Pourtant seule la part de l'investissement financier dans l'autofinancement repart à la hausse. Si l'acquisition de nouveaux biens en capital fixe se redresse en termes de flux, la part de l'autofinancement qui lui est consacrée, est au contraire réduite de 0,8 point entre la période 2001-2003 et la période 2004-2008. Les opérations de croissance externe prennent le pas sur l'acquisition de nouveaux biens en capital, puisque la part de l'autofinancement qui leur est destinée s'accroît dans le même temps de 10 points.

L'évolution cyclique de l'investissement et la prépondérance des opérations de croissance externe ne semblent pas propres aux groupes français. Selon Andersson *et al.* (2006),

l'importance des projets de F&A n'a eu de cesse de croître durant les deux dernières décennies aux États-Unis. Alors que durant la période 1980-1990, elles représentent 8% de la capitalisation boursière du S&P 500 (les 500 plus importantes capitalisations boursières aux USA), ce même rapport est dix fois plus élevé durant la période 1998-2003. Par ailleurs, Andersson *et al.* (2007a) montrent que la part de la croissance interne des grands groupes cotés aux États-Unis dans le total des ressources de trésorerie²⁵ a fortement régressé de 1990 à 2005 (-13,1 points), quand celle de l'investissement financier s'accroît (+4,1 points)²⁶.

Après l'emballlement financier de la fin des années 1990, un nouveau palier est franchi en matière de maximisation de l'intérêt de l'actionnaire. Selon Batsch (2006), les *managers* doivent respecter au plus près des « principes de bonne gestion », ce qui suppose de redistribuer un maximum de trésorerie aux actionnaires. Les dirigeants poussent le respect de ce principe à l'extrême en recherchant un *free cash flow* positif en toutes circonstances afin de maximiser le versement de flux de trésorerie aux actionnaires (du Tertre et Guy, 2009). Nous constatons que ce changement majeur en termes de stratégies d'investissement à partir de 2001, s'opère par une restriction des opérations de croissance interne durant la phase d'emballlement financier de 2004 à 2008. Les groupes deviennent particulièrement exigeants et sélectifs en termes de croissance interne, bien que celle-ci soit garante de la rentabilité à long terme (du Tertre et Guy, 2008, 2009).

Nous avons décrit les derniers cycles financiers comme des cycles minskyens augmentés d'une phase d'emballlement en termes de F&A. Ces différents résultats nous autorisent à ajouter que durant la période haussière du cycle de la titrisation, cet emballlement se déroule par ailleurs au détriment d'une envolée de l'acquisition de nouveaux biens en capital

25. Les auteurs étudient la part des dépenses de croissance interne et externe sous forme de trésorerie dans ce qu'ils dénomment les « ressources libérées des charges financières contraintes » – intérêts et impôts – ou encore le *cash* « discrétionnaire ». Dans notre référentiel comptable, cette notion est égale à la somme des ressources de trésorerie, à savoir le profit net, les émissions brutes d'actions, les plus-values sur actifs et l'émission nette de dette.

26. On note d'ailleurs que le recul du poids de l'acquisition de nouveaux biens en capital du S&P 500 représente 3,2 fois la hausse du poids de l'investissement financier dans les ressources financières non contraintes selon la terminologie des auteurs. Le recul du poids de la croissance interne dans l'autofinancement brut des SNF du SBF 250 représente quant à lui 2,8 fois la hausse du poids de l'investissement financier. En dépit des précautions à prendre en matière de comparaison de données, le comportement des groupes sur ce point apparaît donc comme proche.

fixe, ces acquisitions étant jugées insuffisamment rentables. La recherche d'un *free cash flow* positif complique par ailleurs les sorties de crise comme nous le verrons dans le chapitre suivant.

2.2.1.b L'évolution cyclique de l'utilisation de la trésorerie des entreprises résidant sur le territoire français

Parallèlement, on construit l'équivalent d'un tableau de flux de trésorerie en comptabilité nationale pour établir une analyse du comportement des entreprises françaises sur la base de comparaisons avec le comportement spécifique des grands groupes. Dans le cadre de la comptabilité nationale, les données utilisées proviennent à la fois des comptes de revenus des sociétés non financières et des flux des comptes de patrimoine. Ces tableaux permettent de montrer comment évolue la propension des dirigeants à redistribuer le *cash-flow* aux actionnaires.

L'analyse de l'utilisation que font les entreprises françaises de leurs ressources d'autofinancement à partir des données de comptabilité nationale nécessite un certain nombre de retraitements préalables. Tout d'abord, contrairement aux tableaux de flux des comptes d'entreprises, l'autofinancement disponible dans les comptes nationaux, ou revenu disponible brut, est calculé après versement des dividendes. Par conséquent, nous recalculons l'autofinancement des entreprises françaises selon les principes suivants²⁷ : on ajoute au revenu disponible brut les dividendes nets, les transferts nets en capital, et l'on retire au titre du besoin en fonds de roulement des éléments des flux des comptes de patrimoine, à savoir les variations de stocks, ainsi que les autres comptes à recevoir nets²⁸. L'investissement productif est ici entendu comme les dépenses d'acquisition d'actifs non financiers hors stocks d'inventus²⁹. Les investissements financiers correspondent aux acquisitions brutes de titres et nous ne procédons pas à une consolidation partielle des émissions d'actions.

27. Voir annexe A.1.

28. On corrige par ailleurs ce calcul par l'écart existant entre d'un côté la somme du revenu disponible brut et des transferts nets de capitaux, et de l'autre la différence entre actif et passif des flux des comptes de patrimoine. Ceci assure que l'autofinancement ainsi calculé est parfaitement cohérent avec les flux d'investissement et de financement issus des comptes de patrimoine.

29. Toujours dans le but d'avoir un tableau de financement cohérent, nous n'excluons donc pas l'acquisition d'actifs immobiliers, contrairement aux flux d'investissement étudiés plus haut dans ce même cadre de la comptabilité nationale.

Ceci nous permet d'éviter l'élimination de tout l'investissement financier. Toutefois, à la différence des tableaux de flux des groupes, ce flux inclut les acquisitions de titres financées par le biais d'une opération d'échange d'actions, comme expliqué plus haut. Les dividendes sont consolidés partiellement et la dette est une dette financière nette des créances financières.

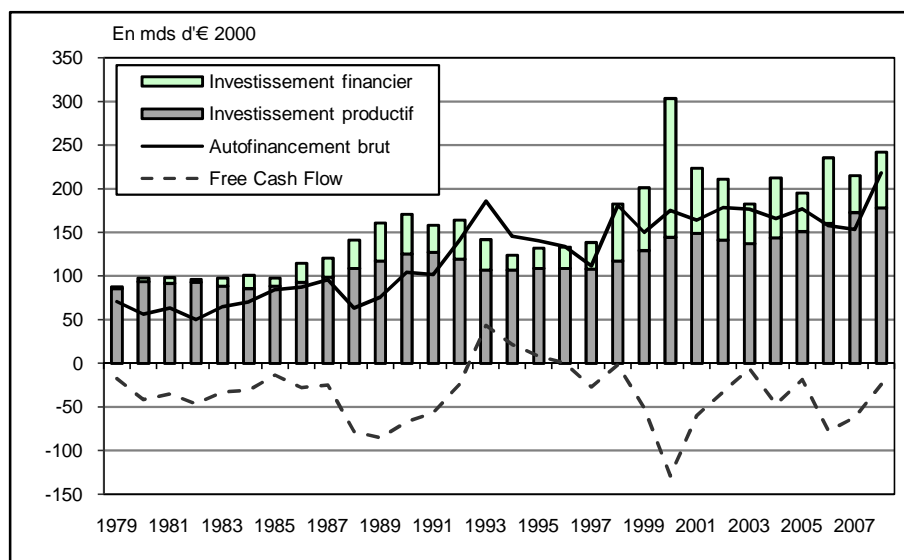
Sur la période récente, le comportement de l'ensemble des entreprises semble différer du comportement propre aux grands groupes cotés, toutefois l'interprétation des résultats est ambiguë. Le *free cash flow* demeure négatif sur l'ensemble de la période (tableau 4.2 et graphique 4.7). Toutefois, la possible surévaluation des acquisitions d'actifs financiers conduit à relativiser ce résultat.

Comme nous le constatons dans le tableau 4.2, la part négative du *free cash flow* dans l'autofinancement s'amplifie de 11,1 points entre la période 1990-1995 et la période 1996-2000, c'est-à-dire lorsque l'investissement s'emballe. Cette évolution est à mettre en parallèle avec l'envolée de la part des investissements financiers (+18,7 points). Lors de la phase descendante du cycle des valeurs technologiques (2001-2003), la part du *free cash flow* s'élève pour ensuite repartir à la baisse (respectivement +7,1 points et -8,5 points).

En revanche, après le krach boursier de 2001-2002, la croissance interne ne subit qu'une simple stagnation en proportion de l'autofinancement. En revanche, on assiste à un important recul de l'investissement financier, le comportement de l'ensemble des entreprises en France se distinguant sur ce point du comportement des grands groupes (tableau 4.2). Il en va de même lors de la phase d'emballement suivante, puisque la part de l'acquisition de nouveaux biens en capital dans l'autofinancement s'envole (+11 points entre les périodes 2001-2003 et 2004-2008) alors que la part des acquisitions d'actions continue de reculer, même si cette baisse ralentit nettement (respectivement -2,5 points).

Nous reportons dans le graphique 4.7 l'évolution de l'investissement, de l'autofinancement et du *free cash flow* en niveau – en milliards d'euros constants. On observe une envolée de la croissance externe nettement supérieure à celle de la croissance interne durant la période 1996-2000. L'accroissement de l'autofinancement, plus vif que celui de la croissance interne, explique le recul de la part de ces projets dans l'autofinancement reporté dans le

GRAPHIQUE 4.7 – Investissement productif et financier, autofinancement et *Free Cash Flow* des entreprises en France de 1979 à 2008 (autofinancement calculé selon les principes de la comptabilité d'entreprise)



Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

tableau 4.2. Durant la période de crise de 2001 à 2003, la chute de la croissance externe en milliards d'euros est bien plus forte que celle de la croissance interne. Enfin, la hausse des acquisitions de nouveaux biens en capital durant la période 2004-2008 ne semble pas s'accompagner d'une envolée des opérations de fusion-acquisition, ce qui est confirmé par l'évolution de la part de ces dernières dans l'autofinancement, reportée dans le tableau 4.2.

TABLEAU 4.2 – Formation et utilisation de l'autofinancement brut des sociétés non financières en France

Moyenne des flux cumulés en % de l'autofinancement brut	1981 1989 %	Varia- tion en pts	1990 1995 %	Varia- tion en pts	1996 2000 %	Varia- tion en pts	2001 2003 %	Varia- tion en pts	2004 2008 %	Varia- tion globale en pts
Autofinancement brut	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	-
Opérations d'investissement										
Investissement productif	137,0	-47,0	90,0	-7,6	82,4	0,2	82,6	11,0	93,6	-43,4
Investissement financier	24,3	1,0	25,4	18,7	44,1	-7,3	36,8	-2,5	34,2	9,9
Free Cash Flow	-61,3	46,0	-15,3	-11,1	-26,5	7,1	-19,4	-8,5	-27,8	33,5
Opérations de financement										
Dividendes versés	26,4	-3,7	22,6	3,9	26,5	0,6	27,1	9,5	36,6	10,2
(+) Rachats nets d'actions / (-) Émissions nettes d'actions	-31,4	0,9	-30,4	-13,3	-43,8	1,6	-42,1	-1,8	-44,0	-12,6
(+) Désendettement net / (-) Endettement	-56,4	48,8	-7,5	-1,7	-9,2	4,9	-4,3	-16,1	-20,4	35,9
(+) Capacité de financement / (-) Besoin de financement	-87,7	49,7	-38,0	-15,0	-53,0	6,5	-46,4	-18,0	-64,4	23,3

Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur. L'investissement productif représente uniquement les acquisitions d'équipements nouveaux – la croissance interne. L'investissement financier représente l'acquisition d'équipements existants à travers les opérations de croissance externe, les placements financiers et la détention d'intérêts minoritaires.

Dans le cas des grands groupes cotés, les résultats confortent l'hypothèse d'un cycle financier d'investissement propre au régime d'accumulation financiarisé, au cours duquel l'emballement de la croissance externe prend le pas sur l'emballement de la croissance interne durant les phases ascendantes de cycle. Les grands groupes privilégient de plus en plus la croissance externe lorsqu'ils disposent de moyens financiers suffisants, en particulier au cours de la phase ascendante du cycle de la titrisation. De plus, au lendemain de la crise financière sur les valeurs technologiques, l'investissement des groupes s'est transformé, avec l'apparition d'un *free cash flow* positif en phase descendante de ce cycle, ce flux positif se maintenant durant la phase ascendante du cycle de la titrisation. Ce dernier phénomène est particulièrement remarquable puisqu'il se vérifie en dépit de la reprise de l'investissement.

Les résultats sont beaucoup plus nuancés pour l'ensemble des entreprises. L'ensemble des entreprises en France connaît un accroissement des opérations de croissance externe au cours des booms financiers, durant les deux cycles financiers récents. Cet accroissement demeure néanmoins secondaire en comparaison de l'envolée de la croissance interne durant le cycle de la titrisation. Durant ce dernier cycle financier, on assiste essentiellement à l'envolée de la croissance interne de ces entreprises au cours de l'emballement financier, qui obère fortement l'autofinancement, respectant en cela le schéma de base du cycle financier minskyen. Le *free cash flow* évolue quant à lui de façon cyclique et s'il est moins négatif durant la phase haussière du cycle de la titrisation que durant la période 1996-2000, ces entreprises sont loin de suivre le chemin des groupes qui parviennent à dégager un flux de trésorerie positif après investissement.

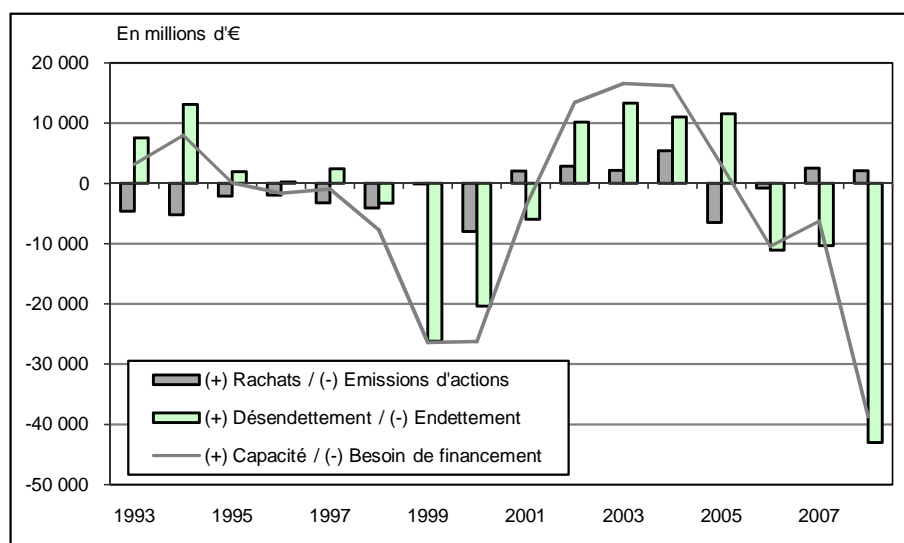
2.2.2 Le recours à l'endettement comme variable stratégique d'ajustement

Plusieurs raisons conduisent à penser que l'utilisation du *free cash flow* par les dirigeants des groupes non financiers du SBF 250 va dans le sens de l'intérêt de l'actionnaire.

En premier lieu, le versement de dividendes connaît une hausse régulière et massive (tableau 4.1). En période de crise, cette hausse se maintient en dépit du recul de l'autofinancement disponible, dans le but de soutenir le cours des actions qui s'effondre (+2,9 points entre les périodes 1996-2000 et 2001-2003). Les grands groupes profitent par la suite du maintien d'un *free cash flow* positif et des conditions de crédit qui s'améliorent pour accroître leurs efforts en faveur du versement de dividendes (6,8 points de plus dans l'auto-

financement entre 2001-2003 et 2004-2008). L'évolution des dividendes versés a tendance à amplifier le besoin de financement des entreprises lorsque le *free cash flow* est négatif, et à réduire leur capacité de financement lorsque ce dernier est positif (du Tertre et Guy, 2009).

GRAPHIQUE 4.8 – Opérations de financement externe réparties entre actions et dettes des sociétés non financières du SBF 250 de 1989 à 2008 (données cylindrées, 111 groupes)



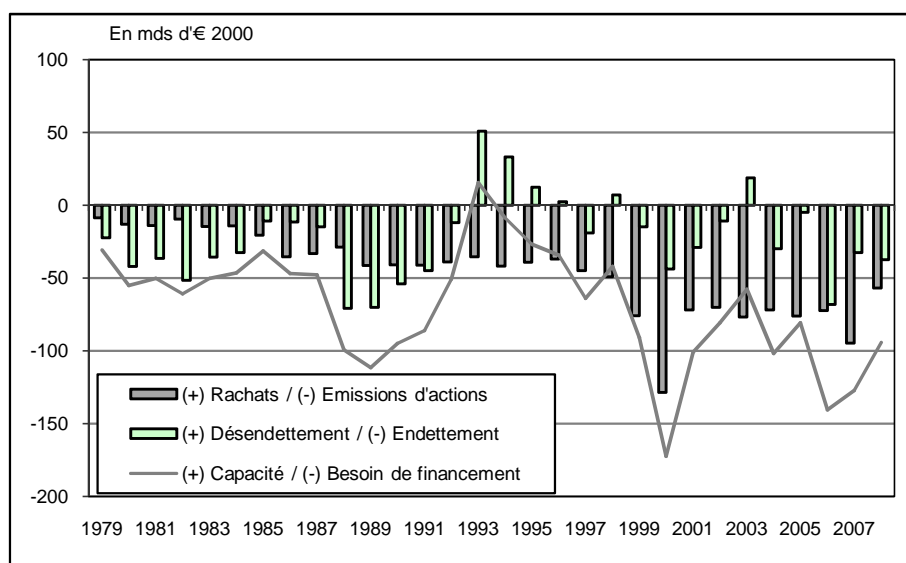
Sources : Thomson One Banker (2009) et du Tertre et Guy (2009), calculs de l'auteur.

En second lieu, les modalités du financement externe en cas de besoin de financement, ou alternativement l'utilisation des capacités de financement, évoluent au cours des différentes phases des cycles financiers (graphique 4.8). Les dirigeants recourent de façon massive à l'endettement durant la phase haussière de 1996-2000 sur les marchés financiers. Après la crise financière de 2001-2002, les entreprises remboursent leur dette. La période ascendante du cycle de la titrisation est à son tour propice à l'endettement. L'endettement explose par ailleurs en 2008, et compense le *free cash flow* redevenu négatif sous l'effet combiné de la chute de l'autofinancement brut et de la hausse des investissements (cf. graphique 4.2).

Les émissions d'actions fluctuent elles-aussi au gré des différentes phases des cycles financiers, mais dans des proportions nettement inférieures à celles de l'endettement. Les dirigeants procèdent à des rachats d'actions, mais ceux-ci ne sont pas aussi importants

que ce que laissent entendre de nombreux auteurs à ce sujet (Aglietta et Berrebi, 2007 ; Coriat, 2008 ; Boyer, 2009). En réalité, ces comportements semblent plutôt concerner les pays anglo-saxons. Comme le montrent Andersson *et al.* (2007b,a), les groupes du S&P 500 aux États-Unis connaissent un très fort accroissement de la part des rachats d'actions dans les ressources de trésorerie non contraintes de 1990 à 2005 (+18,9 points) alors même que le poids des dividendes recule (-1,7 point). Par ailleurs, les *managers* des grands groupes français procèdent à ces rachats essentiellement en période de chute des marchés financiers, comme on le constate ici pour les périodes 2001-2003 et 2007-2008. Ceci leur permet de soutenir le bénéfice par action de façon à influencer positivement sur la valeur des actions qui chute.

GRAPHIQUE 4.9 – Opérations de financement externe réparties entre actions et dettes des sociétés non financières en France de 1979 à 2008



Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

Pour ce qui concerne l'ensemble des entreprises françaises, on observe une hausse des émissions d'actions durant la période 1996-2000 : cette évolution est à mettre en parallèle avec l'emballement de l'investissement financier en données de comptabilité nationale non consolidées partiellement. Elle appuie l'hypothèse d'opérations de F&A financées par des échanges d'actions. Les émissions reculent ensuite avec la première crise financière des années 2000 pour se maintenir toutefois à haut niveau. Comme pour les grands groupes

cotés, le comportement d'endettement des entreprises en France suit des fluctuations au gré des phases des cycles financiers. Cependant, le désendettement est nettement moins prononcé durant la période de restructuration des bilans qui suit la crise financière de 2001-2002. La question des opérations de F&A concerne avant tout les grands groupes cotés, sous la pression directe des actionnaires et parties prenantes des marchés financiers, le besoin de désendettement s'en ressent et touche plus fortement encore ces entreprises.

Par ailleurs la tendance à l'endettement de l'ensemble des entreprises françaises repart plus tôt que dans le cas des grands groupes (2004 contre 2006). Ceci est rendu possible par la capacité des groupes à obtenir un *free cash flow* positif, que ce soit du fait de leur internationalisation, ou de la pression qu'ils exercent sur le partage de la valeur ajoutée et sur les prix des fournisseurs.

Les résultats que l'on observe dans le graphique 4.9 illustrent cependant les difficultés d'analyse qui se présentent lorsque l'on s'intéresse aux comptes nationaux. La non-consolidation des données engendre une surestimation des émissions d'actions³⁰. Le niveau de ces émissions dépasse très largement les flux d'endettement puisque depuis 1996, les émissions représentent 3,5 fois les flux d'endettement. Ceci ne permet pas une analyse directe de la façon dont les dirigeants reversent la trésorerie aux actionnaires sous forme de rachats d'actions.

Conclusion

Le comportement des entreprises françaises au cours des deux dernières crises financières montre que ces dernières sont clairement inscrites dans un cycle financier d'investissement. Le recul du risque perçu par les investisseurs sur les marchés financiers conduit à un envol de l'investissement et à un accroissement conjoint du financement de ce dernier par endettement. Ce phénomène est très proche des enseignements du modèle minskyen d'investissement. Le respect du principe de la valeur actionnariale pousse les grandes entreprises à la recherche d'un effet de levier maximum, ce qui implique : (i) l'adoption de projets de fusion-acquisition – en particulier pour les grands groupes cotés –; et (ii) une

30. Voir annexe A.1.

pression supplémentaire sur l'accroissement du ratio d'endettement, dès lors que le recul de la perception du risque de crédit le permet.

Durant les phases d'emballement financier, les dirigeants des grands groupes tout comme les dirigeants de l'ensemble des entreprises résidant en France profitent au maximum du recul des taux d'intérêt que la baisse de la prime de risque sur les marchés financiers engendre, pour financer leur croissance en s'endettant. À l'inverse, avec l'éclatement de chaque bulle financière, les difficultés de refinancement contraignent les entreprises à mobiliser le *free cash flow* le plus conséquent possible pour procéder à leur désendettement. Le *free cash flow* permet aussi de procéder à des opérations de rachats d'actions et de limiter par ce biais les émissions nettes d'actions. À l'image du financement par endettement, ce comportement répond à l'objectif de soutien du bénéfice par action et du cours boursier des actions émises. Nous décrivons plus précisément ces comportements qui conduisent au développement d'une importante fragilité financière des entreprises, puis génèrent d'importants risques déflationnistes, au cours de la section suivante.

CHAPITRE 5

L'investissement face au risque de la déflation

Introduction

La description du passage des deux dernières crises financières dans les groupes, à travers leurs comptes consolidés, ainsi que dans l'ensemble des entreprises par le biais de la comptabilité nationale, nous a permis d'appuyer l'hypothèse de stratégies de croissance prises dans un cycle financier d'investissement. L'importance du principe de la valeur actionnariale dans les décisions d'investissement et de financement des entreprises nous a conduit à dénommer « cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale » le cycle que suit la croissance des entreprises depuis le début des années 1980. L'objectif d'accroissement de la valeur pour l'actionnaire, transforme la nature de la fragilité financière du bilan des entreprises par rapport au cycle financier d'investissement fordiste.

Nous souhaitons décrire, au cours de ce chapitre, les signes du développement de la fragilité financière des entreprises françaises au cours de chaque emballement financier,

puis comment le retournement endogène des marchés financiers conduit à la révélation du surendettement des entreprises, jusqu'alors invisible aux yeux des investisseurs. Pour ce faire, nous mobilisons en particulier la notion de risque systémique endogène au cycle financier d'investissement.

Nous abordons dans la première section la question des politiques financières de la firme dont le but est le soutien du cours des actions. Nous montrons que chaque période d'emballlement financier s'accompagne d'une recherche de l'effet de levier le plus élevé possible, que l'élévation de la rentabilité économique et la chute des taux d'intérêt facilitent. Les entreprises profitent de cette situation pour accroître leur endettement au cours de la phase d'emballlement d'un cycle financier, puis sont contraintes à un fort désendettement à chaque éclatement d'une bulle financière.

Nous montrons dans la deuxième section que cette recherche de l'effet de levier à travers l'endettement s'accompagne, comme attendu, d'une élévation de la fragilité financière des firmes, le risque encouru étant en partie masqué dans le cas des groupes du fait de l'enregistrement de *goodwills* à l'occasion d'opérations de fusion-acquisition. De plus, dans le cadre de la gouvernance actionnariale, le soutien des dirigeants au cours des actions prolonge la fragilité financière en phase descendante de cycle et complique les sorties de crise.

Ces différents éléments nous permettent enfin, dans la troisième section, d'appuyer l'hypothèse selon laquelle les grands groupes français et, dans une moindre mesure l'ensemble des entreprises françaises, sont aujourd'hui pris dans un cycle financier de nature déflationniste. Les comportements que nous décrivons au cours des deux premières sections engendrent en effet la récurrence des risques déflationnistes lorsque le risque systémique, dont le développement est endogène au cours de la phase d'emballlement, conduit à la réalisation d'un événement systémique dans la sphère financière.

1 La fragilité endogène des bilans d'entreprise inhérente au levier d'endettement

L'investissement des entreprises, relevant de la croissance interne comme de la croissance externe, obéit au cycle financier d'investissement dénommé ici cycle de la valorisation actionnariale. Dans le cas des grands groupes, l'emballement de la croissance externe imputable à l'envolée des marchés financiers prend le pas sur la croissance interne. Le financement de l'emballement de l'investissement au cours des différents cycles qui se succèdent s'opère quant à lui en grande partie par un financement externe, en particulier par l'endettement.

La réduction du risque perçu sur les marchés financiers en période haussière permet en effet le recul du coût du crédit qui favorise projets de croissance et notamment les opérations de fusion-acquisition. Ces opérations font partie intégrante de la dimension financière des stratégies visant à soutenir l'intérêt de l'actionnaire.

Comme on l'observe à travers le modèle d'investissement de Minsky, la baisse du coût du crédit au cours de la phase d'emballement induit un gain potentiel de rentabilité pour les actionnaires par le biais d'un investissement en nouveaux biens d'équipement sur la base d'un endettement. De ce fait, les dirigeants d'entreprise accroissent leur endettement à mesure de l'emballement, le surendettement latent des entreprises étant alors masqué par la hausse du profit et par le recul du coût du crédit augmenté d'un *spread*.

Dans le contexte de la valorisation actionnariale, les dirigeants ont d'autant plus intérêt à rechercher au maximum l'effet de levier qu'ils subissent la pression des actionnaires, ce qui explique en particulier leur tendance à financer d'importants projets de croissance externe sur la base d'un endettement. Nous vérifions que les cycles financiers récents obéissent à cette règle en France. Pour ce faire, nous précisons tout d'abord les origines de l'effet de levier au cours des booms financiers, qui tiennent en particulier à des écarts de taux entre rentabilité économique des entreprises et taux d'intérêt (1.1). Nous montrons ensuite que le taux d'endettement des entreprises évolue parallèlement aux fluctuations des prix sur les marchés financiers comme dans le modèle minskyen (1.2).

1.1 L'effet de levier fondé sur un écart de taux

La modification de la structure de financement de l'investissement permet la modification de la répartition du profit net au bénéfice de l'actionnaire. La stratégie des entreprises sous contrainte du principe de la valeur actionnariale est à l'origine d'un accroissement de la rentabilité financière. Les grands groupes, tout comme l'ensemble des entreprises, accroissent leur effet de levier au cours des booms financiers. Toutefois, les sources de l'écart entre rentabilité économique et taux d'intérêt apparent diffèrent entre ces deux catégories d'entreprises. L'ampleur de la financiarisation des stratégies, plus développée dans le cas des premiers (1.1.1) que dans le cas des secondes (1.1.2), explique cela.

1.1.1 Le cas des grands groupes internationaux cotés en France

Pour analyser les sources du rendement pour l'actionnaire et le lien avec la financiarisation des stratégies, nous proposons tout d'abord une décomposition comptable de l'effet de levier financier des groupes cotés de notre échantillon (1.1.1.a), puis une décomposition de leur rentabilité économique (1.1.1.b) en fonction du taux de marge et de l'intensité capitalistique, tout comme le font du Tertre et Guy (2009) sur cette même base de données pour la période 1989-2007 et Durant (2005), sur des données de comptabilité nationale.

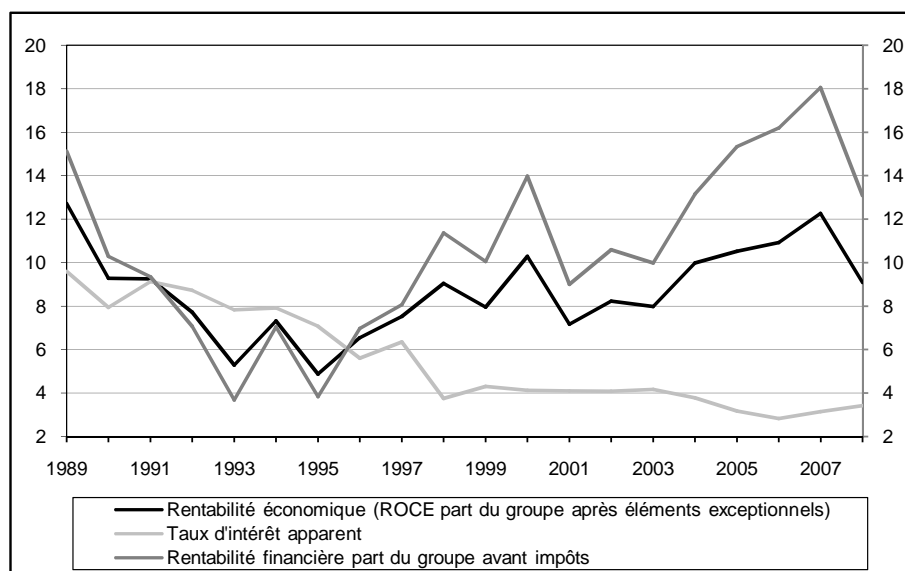
1.1.1.a Décomposition comptable de l'effet de levier des groupes français

La rentabilité financière, ou rentabilité pour l'actionnaire, s'envole nettement à partir du milieu des années 1990 (graphique 5.1). Par deux fois, ce ratio connaît un mouvement de recul lié à la chute des profits, au moment des retournements boursiers de 2001 et 2008¹. Le recours au levier financier s'accroît à partir de 1996, son effet tenant d'abord à l'écart entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt apparent. À ce premier facteur, il convient d'en ajouter un second, le niveau du ratio d'endettement.

Le premier phénomène remarquable correspond à la hausse considérable de la rentabilité économique. De 1995 à 2000, elle gagne 5 points. Après une relative stabilité due à la stagnation des profits en période de crise, le rendement économique des groupes repart à la hausse, passant de 8,1% en 2003 à 12,5% en 2007. À titre de comparaison, l'évolu-

1. Le retournement des marchés d'action débute dans les faits dès la fin 2007 (cf. Annexe C.2).

GRAPHIQUE 5.1 – Décomposition comptable de l'effet de levier bénéficiant aux groupes non financiers du SBF 250 de 1989 à 2008 en %



Sources : Thomson One Banker (2009) et du Tertre et Guy (2009), calculs de l'auteur.

tion de la rentabilité économique des groupes aux États-Unis suit un profil relativement proche, au moins en termes de fluctuations au gré des cycles financiers. Les travaux du Commissariat général du Plan (2002a) vont dans ce sens, tout comme ceux de Delaveau et du Tertre (2007) et d'Andersson *et al.* (2006). Ces derniers étudient le comportement des grands groupes non financiers cotés au S&P 500. La forte hausse de la rentabilité économique durant les années 1990 est cependant plus précoce que celui des groupes français, puisqu'elle débute dès 1992, juste après une année de récession. Dès 1994, ce ratio s'accroît puis atteint un palier très élevé. Hormis quelques fluctuations, il y demeure jusqu'en 2000. Il chute ensuite, parallèlement à la baisse de l'indice des prix du marché financier correspondant. Cependant, dès la reprise de ce dernier en 2002, la rentabilité économique repart à la hausse (Andersson *et al.*, 2010)². Selon Delaveau et du Tertre (2008)³, elle se rétablit dès 2006, se situant aux niveaux atteints durant l'emballement financier précédent. Andersson *et al.* (2006) notent toutefois qu'en dépit des stratégies de maximisation de la valeur actionnariale, la rentabilité économique reste en moyenne inférieure à celle qui était

2. Andersson *et al.* (2010) travaillent sur une rentabilité économique brute des amortissements alors que Andersson *et al.* (2006) proposent une rentabilité économique nette.

3. Dans ces deux études, la rentabilité économique calculée est le ROCE (Return On Capital Employed), qui rapporte le profit net avant impôts au capital engagé.

obtenue durant les années 1980.

Ces évolutions de la rentabilité économique s'expliquent par deux éléments essentiels, l'évolution du partage de la valeur ajoutée et l'internationalisation des groupes.

D'une part, le partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits joue un rôle essentiel dans l'accroissement régulier de la rentabilité économique. Cette déformation est une source majeure de soutien aux profits et par suite à la rentabilité financière. La part du profit brut après impôts dans la valeur ajoutée apparaît ainsi dans le chapitre 2 comme étant en forte hausse (+ 5,5 points entre les périodes 1992-1995 et 2004-2008). Sur l'ensemble de la période, le poids des impôts sur les sociétés dans la valeur ajoutée – qui s'élève entre les deux mêmes périodes – a un impact négatif sur le profit brut après impôts.

D'autre part, il faut souligner l'accroissement régulier du chiffre d'affaires en phase ascendante des cycles qui suit logiquement la hausse de la demande globale, mais aussi l'internationalisation des groupes (Artus, 2007 ; Delaveau et du Tertre, 2007). En effet, pour les 45 groupes de notre échantillon pour lesquels ces données sont disponibles, 38,3% du chiffre d'affaires était réalisé en France en 2008, contre 50,6% en 1992 pour ces mêmes groupes.

Le second élément explicatif de l'effet de levier – après la rentabilité économique – est le recul du taux d'intérêt apparent, qui passe de 7,1% en 1995 à 4,1% en 2000 (graphique 5.1). Ce dernier joue un rôle essentiel qui confirme le recul de l'évaluation du risque de crédit conjoint à l'apparition de la bulle financière. Après avoir stagné essentiellement durant la période qui court de l'éclatement de la crise à sa fin, de 2001 à 2003, le taux d'intérêt repart à la baisse jusqu'en 2006 pour remonter ensuite lentement au moment du déclenchement de la crise de la titrisation. Malgré ce redressement en fin de période, le taux d'intérêt perd de nouveau un point entre 2003 et 2008. Ainsi, lors de chaque repli soudain sur la liquidité et de hausse des taux d'intérêt, la rentabilité financière des firmes est remise en cause. Comme nous le verrons plus loin, ceci ne manque pas de susciter une réaction des directions d'entreprise qui soutiennent les cours boursiers par le biais de moyens alternatifs, tels qu'un renforcement du versement de dividendes et des rachats d'actions, ponctionnant par suite l'autofinancement.

1.1.1.b Décomposition comptable de la rentabilité économique des groupes français

L'évolution de la rentabilité économique dépend du taux de marge et de l'intensité capitalistique qui rapporte le stock de capital engagé à la valeur ajoutée⁴ (Lavoie, 2004). Le taux de marge $\frac{Pn}{p_y Y}$ joue positivement sur la rentabilité économique re et l'intensité capitalistique $\frac{K}{p_y Y}$ négativement, puisque l'on a :

$$re = \frac{Pn}{K} = \frac{Pn}{p_y Y} \cdot \frac{p_y Y}{K}$$

Avec Pn = profit net, K = stock de capital engagé et $p_y Y$ = valeur ajoutée nette.

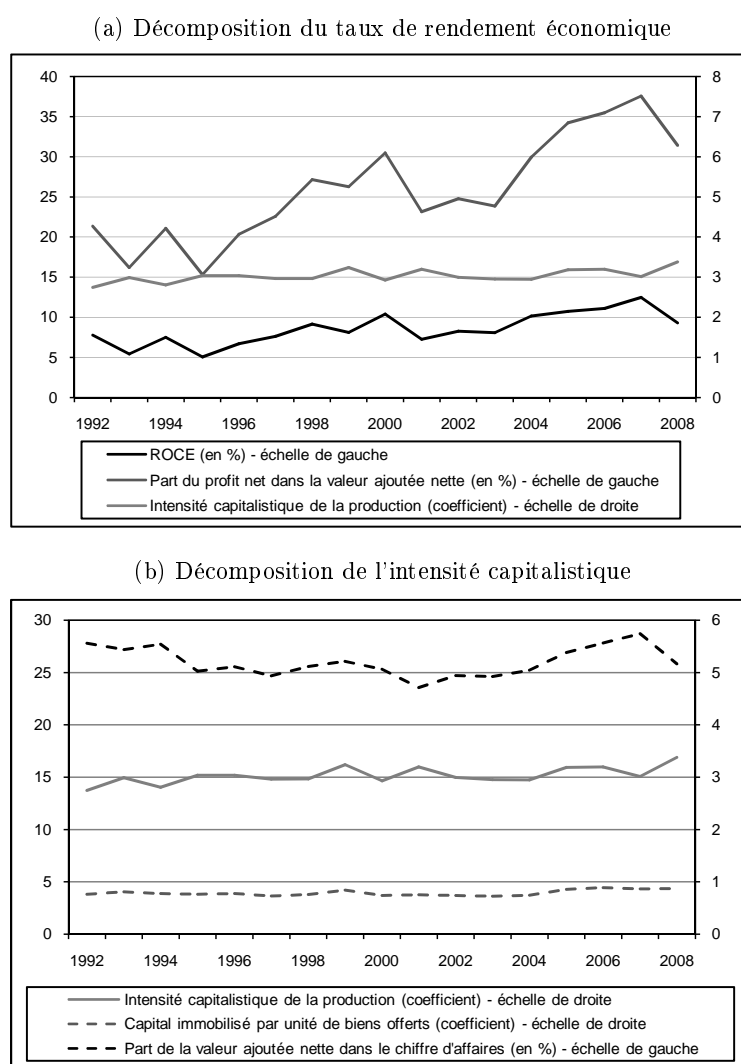
La rentabilité économique évolue essentiellement sous l'effet des fluctuations du taux de marge (graphique 5.2a). L'intensité capitalistique reste en effet extrêmement stable tout au long de la période étudiée. L'intensité capitalistique mesure les moyens en capital que les dirigeants mobilisent à travers des opérations de croissance interne comme externe, elle répond donc aux stratégies économiques et organisationnelles. Elle évolue en fonction de la substitution entre capital et travail, d'une part, et du choix des entreprises entre ces deux types de stratégie de croissance, d'autre part (du Tertre et Guy, 2009).

Seules les périodes d'emballlement des deux cycles financiers récents coïncident avec un léger accroissement de ce ratio, en raison des opérations de fusion-acquisition que les dirigeants lancent alors. Pourtant, dans le cadre de la gouvernance actionnariale, les entreprises agissent en principe dans le sens d'une réduction de ce ratio. Le contraste entre ce présupposé théorique et le comportement effectif des groupes est encore plus frappant dans le cas des grands groupes américains. Ces derniers ont en effet connu un net accroissement de leur intensité capitalistique sur toute la période 1980-2003, avec une accélération depuis le début du cycle technologique (Andersson *et al.*, 2006). Durant la phase de redressement des bilans, l'intensité capitalistique recule, puis repart à la hausse de 2005 à 2007 (Andersson *et al.*, 2010). Le taux de marge explique là aussi la part conjoncturelle de la rentabilité économique. Tout comme dans les grands groupes français, il atteint des niveaux records durant la bulle Internet, retrouvés dès 2003 après la période d'effondrement des profits

4. La valeur ajoutée est ici entendue nette des amortissements pour une question de cohérence avec le mode de calcul de la rentabilité économique.

(Andersson *et al.*, 2006, 2010)⁵.

GRAPHIQUE 5.2 – Décomposition du taux de rendement économique et de l'intensité capitalistique des groupes non financiers du SBF 250 de 1992 à 2008



Sources : Thomson One Banker (2009) et du Tertre et Guy (2009), calculs de l'auteur.

5. L'intensité capitalistique présentée dans ces études correspond en réalité au capital immobilisé par unité de bien produit que nous présentons au paragraphe suivant, ce deuxième ratio expliquant cependant l'essentiel de l'évolution du premier. Andersson *et al.* (2006) calculent par ailleurs le taux de marge comme le rapport entre profit net avant impôts et le chiffre d'affaires alors que Andersson *et al.* (2010) rapportent le profit brut au chiffre d'affaires.

On décompose ensuite l'intensité capitalistique en fonction, d'une part, du degré d'intégration de l'entreprise – qui rapporte la valeur ajoutée au chiffre d'affaires – et, d'autre part, du capital immobilisé par unité de bien – rapport entre capital engagé et chiffre d'affaires (graphique 5.2b). Ce ratio est relativement stable sur toute la période, exceptées de faibles hausses durant les périodes d'emballements financiers. Ceci signifie que les opérations de fusion-acquisition conduisent les entreprises à accroître le poids du capital dans leur bilan. La financiarisation des stratégies d'entreprise consiste notamment à externaliser et sous-traiter une partie de la production en espérant exercer une pression suffisante sur les prix des fournisseurs et par suite des consommations intermédiaires pour peser à la hausse sur le degré d'intégration de l'entreprise. Les dirigeants peuvent aussi réaliser des économies du capital, notamment sur la base de la réduction du BFR, pour comprimer logiquement le capital engagé par unité de bien. Globalement, les opérations de croissance semblent contrebalancer les économies en capital.

L'évolution du degré d'intégration est quant à elle surprenante au premier abord. Elle chute tout au long des années 1990, puis remonte à partir de 2001. Gonzalez et Picart (2005) montrent dans une étude concernant la période 1993-2000 que, contrairement aux attentes, l'ensemble des grandes entreprises lancent assez peu d'opérations de recentrage. L'exception porte cependant précisément sur les grands groupes cotés qui se conforment, même faiblement, à ces exigences qui relèvent en dernière analyse des stratégies de portefeuille. Ces stratégies ont des conséquences directes sur la stratégie organisationnelle, puisqu'elles conduisent notamment les entreprises à procéder à des externalisations. Ces dernières n'ont toutefois qu'un impact tardif sur le prix des consommations intermédiaires et demeurent sans effet apparent sur l'intensité capitalistique. Au final, l'efficacité de la financiarisation des stratégies économiques et organisationnelles sur la réduction de l'intensité capitalistique et, par suite, sur la hausse de la rentabilité économique est peu évidente.

1.1.2 Le cas des entreprises opérant sur le territoire national

La mesure de l'effet de levier en comptabilité nationale pose question compte tenu des problèmes de consolidation et de la revalorisation des actifs à leur prix de marché. La non-consolidation conduit à une surévaluation des fonds propres qui induit une sous-évaluation

de la rentabilité financière. La revalorisation génère quant à elle une surévaluation des fonds propres sur le long terme, mais en cas de recul des marchés boursiers, elle induit au contraire un accroissement du ratio de rentabilité financière. Ce ratio ne peut représenter fidèlement le rendement de l'ensemble des fonds que les actionnaires ont investis à l'origine de leur prise de participation dans l'entreprise⁶.

Nous procédons, comme au chapitre 2, à une consolidation partielle des données selon la méthode du Commissariat général du Plan (2002a), ainsi qu'à une réestimation des données en valeur historique, selon une méthode assez proche de celle que Pamies-Sumner (2008) et Castex (2011) adoptent vis-à-vis du stock des actifs non financiers⁷. En comptabilité nationale, chaque élément de stock passé est réévalué à partir d'un indice de prix composite qui correspond à l'ensemble des postes composant le stock en question. Nous retirons ces réévaluations par itérations successives en partant de l'année 2000 (année de base de l'indice des prix INSEE). Ceci semble conduire toutefois à une sous-estimation du ratio d'endettement en début de période. Pour les graphiques qui suivent, nous réduisons la période d'étude à celle qui est disponible pour les grands groupes (1989-2008).

Comme pour les grands groupes, nous décomposons tout d'abord l'effet de levier financier (1.1.2.a), puis la rentabilité économique (1.1.2.b).

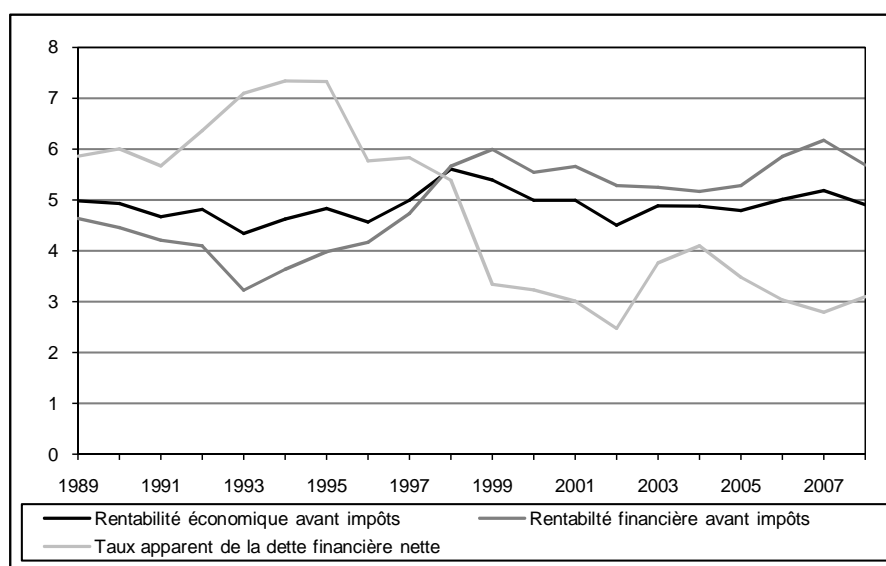
1.1.2.a Décomposition comptable de l'effet de levier des entreprises françaises

Le premier point remarquable concernant la décomposition de l'effet de levier pour les entreprises en France, sur la base d'une consolidation partielle et hors réévaluations, porte sur la durée de la phase d'effet de levier négatif au début de la période étudiée (graphique 5.3). De 1989 à 1997, l'ensemble des entreprises françaises obtient une rentabilité économique inférieure au taux d'intérêt, à la fois sous l'effet de la faiblesse de la rentabilité

6. En revanche, en comptabilité nationale, les fonds propres non revalorisés à leur valeur de marché incluent l'équivalent du poste des primes d'émission des comptes d'entreprises (sociaux comme consolidés). En effet, le stock d'actions émises contient les flux d'émissions de chaque période, ces flux étant enregistrés à leur valeur de marché au moment de l'émission. Par conséquent, la rentabilité financière calculée à partir des fonds propres hors réévaluations est une évaluation pertinente du rendement des fonds que les actionnaires ont investis tout au long de la vie de l'entreprise.

7. Pamies-Sumner (2008) calcule ainsi la rentabilité économique des sociétés non financières à partir des données de comptabilité nationale en rapportant l'excédent net d'exploitation au stock d'actifs non financiers et au BFR, hors réévaluations.

GRAPHIQUE 5.3 – Décomposition comptable de l'effet de levier bénéficiant aux sociétés non financières en France de 1989 à 2008



Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

économique et d'une remontée soudaine des taux d'intérêt apparents durant la première moitié des années 1990 (1,7 point de plus de 1991 à 1993). L'effet de levier redevient ensuite positif, en particulier grâce à la chute des taux d'intérêt qui perdent 4,9 points de 1995 à 2002. Pour cette raison, la rentabilité financière des entreprises s'élève durant la phase ascendante du cycle technologique (+1,8 point de 1996 à 1999) mais aussi grâce à l'élévation de la rentabilité économique (+1,1 point de 1996 à 1998). Ces constats sont proches de ceux de Durant (2005).

La rentabilité économique recule de 1998 jusqu'en 2002 et perd 1,2 point pour atteindre un niveau à peine supérieur à celui de 1993, année de récession. Ceci provoque une chute de la rentabilité financière de 1999 à 2004, en dépit de la baisse des taux d'intérêt qui se poursuit. La rentabilité économique repart à la hausse en 2003. Toutefois, avec l'éclatement de la bulle boursière en 2001-2002, les taux d'intérêt remontent de 1,6 point de 2002 à 2004. Ceci réduit l'effet de levier et pèse à la baisse sur la rentabilité financière. Le creux que la rentabilité financière enregistre ici est nettement inférieur à celui que l'on observe pour les grands groupes. Le maintien de la rentabilité financière des PME qui ne subit qu'un léger recul, à la différence des grands groupes cotés, atténue l'évolution globale en comptabilité

nationale (Givord *et al.*, 2008)⁸. Il est intéressant de noter que les grands groupes sont confrontés à des fluctuations bien plus faibles des taux d'intérêt apparent sur leur dette, comparativement à l'ensemble des entreprises résidant en France. On trouve deux raisons à cela. En premier lieu, l'internationalisation des groupes et leur capacité d'endettement à l'étranger, leur permet de faire jouer la concurrence au niveau des créanciers. En second lieu, le risque qu'ils font courir aux créanciers est moindre que celui de plus petites entreprises (Picart, 2008), la réévaluation des écarts de taux sur les crédits étant par conséquent moins vive.

Encadré 1 – La décomposition de l'effet de levier et la réestimation des données de comptabilité nationale en valeur historique

Pour appréhender le soutien à la rentabilité financière auquel les dirigeants d'entreprise procèdent, nous décrivons les trois composantes de l'effet de levier : rentabilité économique, taux d'intérêt et taux d'endettement. Nous essayons ensuite d'expliquer l'impact de la financiarisation de la stratégie industrielle sur la rentabilité économique en décomposant cette dernière en fonction du taux de marge et de l'intensité capitalistique. Nous distinguons ensuite au sein de l'intensité capitalistique le degré d'intégration de la firme et le capital immobilisé par unité de bien produit.

En comptabilité nationale, la réévaluation des actifs physiques et des actifs financiers – respectivement à leur valeur de remplacement et à leur valeur de marché – conduit à un écart entre l'actif net de l'endettement et les capitaux propres et à l'enregistrement par l'INSEE d'une « valeur nette » égale à cette différence (Commissariat général du Plan, 2002b). L'INSEE ajoute cette valeur nette au stock d'actions émises pour déterminer ce qu'il dénomme les « fonds propres ». Nous ne retenons pas cette donnée pour calculer la rentabilité des fonds que les investisseurs engagent, car cette rentabilité se mesure par rapport à leurs apports initiaux. Ceci nous conduit à recalculer les stocks de dette et d'actions émises hors réévaluations, à l'image des travaux de Pamies-Sumner (2008) et Castex (2011), de façon à obtenir une décomposition de l'effet de levier des SNF en France à partir de données proches de la comptabilité en valeur historique.

Lors de la phase ascendante du cycle de la titrisation, la rentabilité économique repart lentement à la hausse pour atteindre en 2007 un niveau intermédiaire entre le pic de 1998 et le point bas de 2002. Comme dans le cas des grands groupes cotés, la rentabilité financière atteint des niveaux records au cours du cycle financier de la titrisation. Toutefois, bien plus que le léger redressement de la rentabilité économique que soulignent aussi Pamies-Sumner

8. Les comptes sociaux utilisés dans cette étude sont issus de la base SUSE de l'INSEE.

(2008) et l'OFCE (2007)⁹, c'est la chute des taux d'intérêt qui est à l'origine du nouvel accroissement de l'effet de levier. Contrairement à l'ensemble des grandes entreprises, les PME connaissent un creux peu important en termes de rentabilité économique durant la période de réajustement des bilans, de 2001 à 2003 (Givord *et al.*, 2008)¹⁰. Ceci tend à adoucir le profil de ce ratio en comptabilité nationale comparativement à nos résultats pour les groupes du SBF 250. La profitabilité des PME est supérieure à celle du reste des entreprises, ce que mettent aussi en avant Cayssials *et al.* (2007) et Delaveau et du Tertre (2008)¹¹.

Cayssials *et al.* (2008), Bataille (2005) et pour partie Pamies-Sumner (2008)¹² réalisent des estimations et comparaisons à partir de données provenant des comptes sociaux des entreprises. Les constats de Cayssials *et al.* (2008) et Bataille (2005) sur la rentabilité économique des entreprises françaises sont extrêmement proches¹³. Pamies-Sumner (2008) remarque quant à elle que les rentabilités économique et financière des entreprises françaises et allemandes connaissent des fluctuations très proches au gré des cycles financiers récents, bien que légèrement décalés dans le temps. Ils observent des variations haussières et baissières des ratios nettement plus prononcés que pour les données de comptabilité nationale. Il en va de même pour les ratios de rentabilité financière.

L'évolution la plus surprenante parmi nos résultats porte sur le redressement de la rentabilité économique au cours du cycle financier de la titrisation. Pour rappel, contrairement à la rentabilité économique proposée au graphique 5.3, le taux de profit brut rapporté au stock de capital fixe calculé au chapitre 2 observe au contraire un léger recul sur la période

9. L'OFCE (2007) introduit dans le calcul du profit net les réévaluations du capital, puis rapporte ce profit net au stock de capital en valeur, ce que Pamies-Sumner (2008) fait également en complément à des calculs plus proches des nôtres.

10. Givord *et al.* (2008) calculent la rentabilité économique avant impôts, qu'il s'agisse des PME ou des grandes entreprises, les évolutions sont donc comparables.

11. Givord *et al.* (2008) expliquent ce constat par le besoin d'importants résultats permettant aux petites entreprises nouvellement créées de survivre durant leurs premières années.

12. Pour ce qui concerne ses calculs sur données de comptes sociaux, Pamies-Sumner (2008) réalise ses estimations à partir de la base de données BACH, de 1989 à 2006, pour les entreprises du secteur manufacturier.

13. Les travaux de Cayssials *et al.* (2008) et Bataille (2005) portent respectivement sur les périodes 1995-2006 et 1982-2002, et sont estimées respectivement à partir de la base FIBEN de la Banque de France et de la base BACH de la Commission européenne. Dans les travaux de Cayssials *et al.* (2008), la rentabilité économique est toujours calculée après impôts. C'est aussi le cas du ratio de rentabilité financière dans les deux études. Le calcul de ces ratios fait toutefois l'objet de doubles-comptes. Dans la première étude, ce problème est en partie éliminé par le calcul de ratios hors *holdings*, c'est-à-dire que seules les entreprises de la base productive des groupes, telle que définie par Picart (2008), sont étudiées.

récente. Toutefois, la concordance entre nos résultats portant sur la rentabilité économique et ceux de plusieurs autres études, effectuées à partir de retraitements proches des nôtres, tendent à légitimer nos retraitements (OFCE, 2007 ; Pamies-Sumner, 2008).

Au final, nous vérifions l'accroissement de la rentabilité économique lors de la phase ascendante de chaque cycle financier. Les comptes nationaux ayant l'avantage d'être bouclés, ils nous autorisent à dire que l'emballement de la croissance interne nourrit les profits des entreprises selon la règle kaleckienne de réalisation des profits (Kalecki, 1954). Le recul de la perception du risque sur les marchés financiers au cours de la phase d'emballement facilite le recul des taux d'intérêt augmentés du risque. Le renversement de la préférence pour la liquidité des investisseurs au moment de la crise boursière fait peser un risque important sur l'élévation des taux d'intérêt. Les taux d'intérêt apparents augmentent d'ailleurs dès 2002 malgré une politique monétaire accommodante, pour ce qui est du cycle technologique et dès après 2007, pour ce qui est du cycle de la titrisation.

Il existe ici une différence importante avec les évolutions constatées en comptabilité de groupe. Après la crise financière de 2001-2002, la rentabilité économique ne parvient pas à atteindre – et encore moins à dépasser – les points hauts atteints antérieurement, ce qui est pourtant largement le cas pour les grands groupes. On retrouve ici les explications évoquées au chapitre 3. Contrairement aux grands groupes cotés, en l'absence de mécanisme de crédit hypothécaire équivalent à ceux des pays anglo-saxons, la majorité des entreprises françaises n'a pu profiter de l'internationalisation pour trouver de nouvelles sources de profits ou exercer une pression aussi importante que les groupes sur le partage de la valeur ajoutée. C'est cet ensemble de facteurs qui a permis aux groupes d'obtenir des taux de profit que l'ensemble des entreprises françaises ne peut espérer atteindre, malgré le nouvel emballement de la croissance interne.

1.1.2.b Décomposition comptable de la rentabilité économique des entreprises françaises

Pour mieux comprendre la différence d'évolution de la rentabilité économique entre entreprises évoluant sur le territoire national et grandes entreprises cotées, nous procédons de nouveau à la décomposition de ratio entre taux de marge et intensité capitalistique en

comptabilité nationale (graphique 5.4a). Sur l'ensemble de la période, le taux de marge est à l'origine de l'essentiel des fluctuations de la rentabilité économique. Après une première phase haussière qui court jusqu'en 1998, le taux de marge régresse quasiment jusqu'à la fin de la période d'ajustement des bilans pour ensuite stagner de 2003 à 2008 à son niveau bas d'avant la bulle financière technologique. Le comportement des PME explique en partie, là aussi, cette différence de profil. Selon Givord *et al.* (2008) et Picart (2008), leur taux de marge ne se redresse que faiblement au moment de la bulle technologique, recule légèrement au moment de la crise financière qui suit puis stagne jusqu'en 2005. À l'instar de Bataille (2005) et Durant (2005), ces auteurs montrent que le taux de marge des SNF a suivi un profil extrêmement procyclique aux États-Unis et au Royaume-Uni durant les deux derniers cycles financiers – on assiste en particulier à son vif redressement durant la phase ascendante du cycle de la titrisation – et est à l'origine des fluctuations de la rentabilité économique sur longue période (respectivement 1987-2002 et 1982-2002)¹⁴.

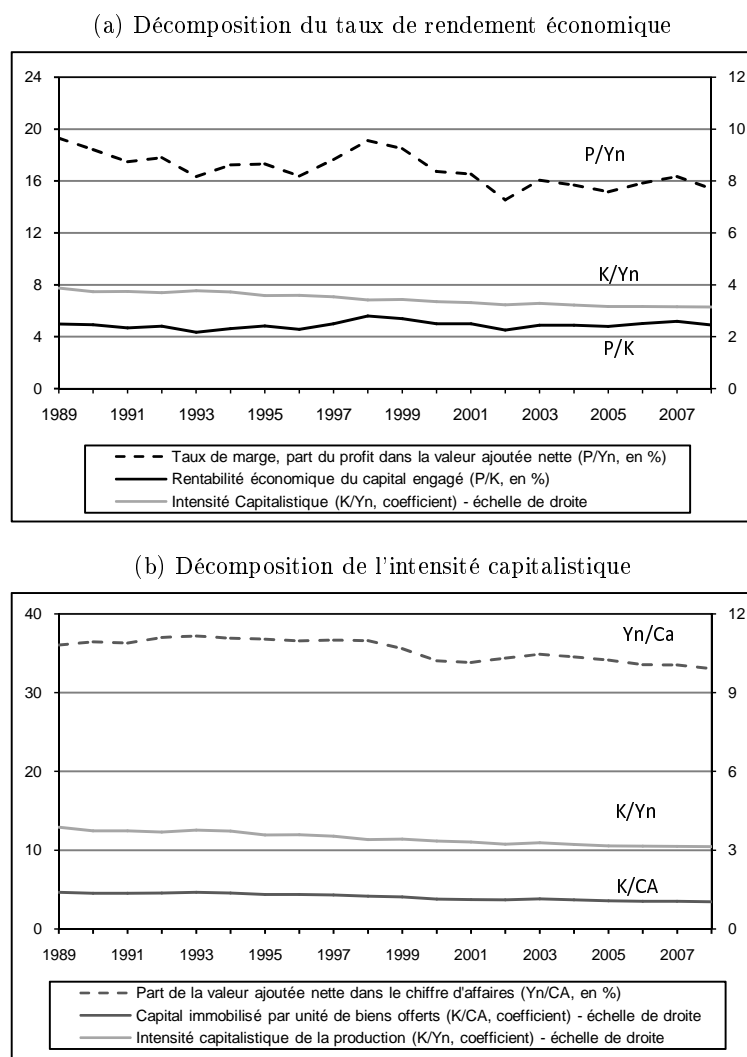
L'intensité capitaliste, quant à elle, recule lentement sur l'ensemble de la période. Elle compense la chute des profits en France et par là-même celle du taux de marge après 1998. Les fluctuations du taux de marge sont quant à elles à l'origine de l'envolée de la rentabilité économique puis de sa chute au cours du cycle technologique, chute néanmoins grandement limitée par le recul de l'intensité capitaliste. Le recul de l'intensité capitaliste permet à la rentabilité économique de repartir à la hausse après 2003, le mouvement étant amplifié à partir de 2005 par le léger redressement du taux de marge. À partir d'une agrégation des comptes sociaux, Bataille (2005) constate une stagnation de l'intensité capitaliste de 1992 à 2001¹⁵. À partir de données de comptabilité nationale, Durant (2005) obtient quant à lui la même évolution baissière que celle que nous constatons en matière d'intensité capitaliste après 1992 et jusqu'en 2002¹⁶. Le résultat que nous obtenons

14. Compte tenu de l'absence de données concernant les salaires dans le cas des États-Unis au sein de la base qu'il utilise, Bataille (2005) évalue les taux de marge et l'intensité capitaliste à partir du chiffre d'affaires en lieu et place de la valeur ajoutée.

15. Bataille (2005) procède dans le cas de la France à une agrégation des comptes sociaux, les résultats souffrent donc de doubles-comptes, comme c'est le cas des données de comptabilité nationale sans consolidation partielle. Cette étude porte sur les entreprises manufacturées et les données utilisées sont issues de la base BACH de la Commission européenne. Comme dans nos calculs, le stock de capital est égal à la somme des capitaux propres et de la dette financière nette des éléments du BFR.

16. Le stock de capital engagé dans cette étude est égal à la somme des actifs non financiers et au BFR, selon la même méthode que celle que nous utilisons ici, mais les données restent en valeur (et non en volume).

GRAPHIQUE 5.4 – Décomposition du taux de rendement économique et de l'intensité capitalistique des sociétés non financières en France de 1989 à 2008



Source : INSEE (2009), calculs de l'auteur.

pour les données de comptabilité nationale diffère de la stagnation observée dans le cas des grands groupes français et, plus encore, de la baisse observée pour les entreprises américaines, que ce soit pour les grands groupes ou pour une base plus exhaustive d'entreprises (Bataille, 2005).

La baisse du capital immobilisé par unité de bien est la source principale de la baisse

de l'intensité capitalistique au cours des deux dernières décennies (graphique 5.4b). Cette baisse est continue et indifférente aux cycles financiers successifs. La stagnation du degré d'intégration jusqu'en 1998 appuie les conclusions de Gonzalez et Picart (2005) selon lesquelles, en dehors des plus grands groupes, le phénomène de recentrage ne touche que faiblement les grandes entreprises en France, puisqu'elles semblent en particulier peu enclines à procéder à des externalisations. La phase ascendante du cycle technologique donne en revanche lieu à un recul du degré d'intégration des entreprises françaises. Cette évolution indique une période d'externalisation d'activités et de recours à la sous-traitance (1998-2001). On constate cependant que contrairement au cas des groupes, la pression que les dirigeants exercent sur les prix des consommations intermédiaires ne parvient aucunement à contrebalancer efficacement la hausse des consommations intermédiaires. De ce fait, les externalisations exercent en définitive une pression à la hausse sur l'intensité capitalistique. Le degré d'intégration remonte ensuite de 2001 à 2003, puis recule de nouveau lors de la reprise de 2004-2008 pour atteindre son plus bas niveau sur l'ensemble de la période 1989-2008.

Dans le cas des entreprises résidant sur le territoire français, les externalisations, expressions des stratégies de recentrage sur le plan organisationnel, ne semblent pas aider à la réduction de l'intensité capitalistique. En revanche, les périodes d'emballement sur les marchés financiers qui s'accompagnent de projets d'investissement d'envergure, qu'il s'agisse d'acquisition d'actifs fixes ou financiers, n'amorcent pas pour autant un accroissement du poids du capital immobilisé par unité de bien qui continue sa baisse puis stagne à partir de 2000. Le recul du poids du capital, même faible, conduit à penser que les entreprises françaises ont fait leur les principes d'économie de capital, ceci étant probablement d'autant plus vrai que les entreprises appartiennent à des groupes sous influence actionnariale. Toutefois, là encore, une telle conclusion est à manier avec précaution, compte tenu des retraitements effectués sur les données correspondantes.

1.2 Le taux d'endettement des entreprises lié à leurs cours boursiers

Après la rentabilité économique et le taux d'intérêt apparent – et leur évolution relative –, la troisième source de l'effet de levier correspond au levier au sens strict, à savoir le ratio dette sur fonds propres.

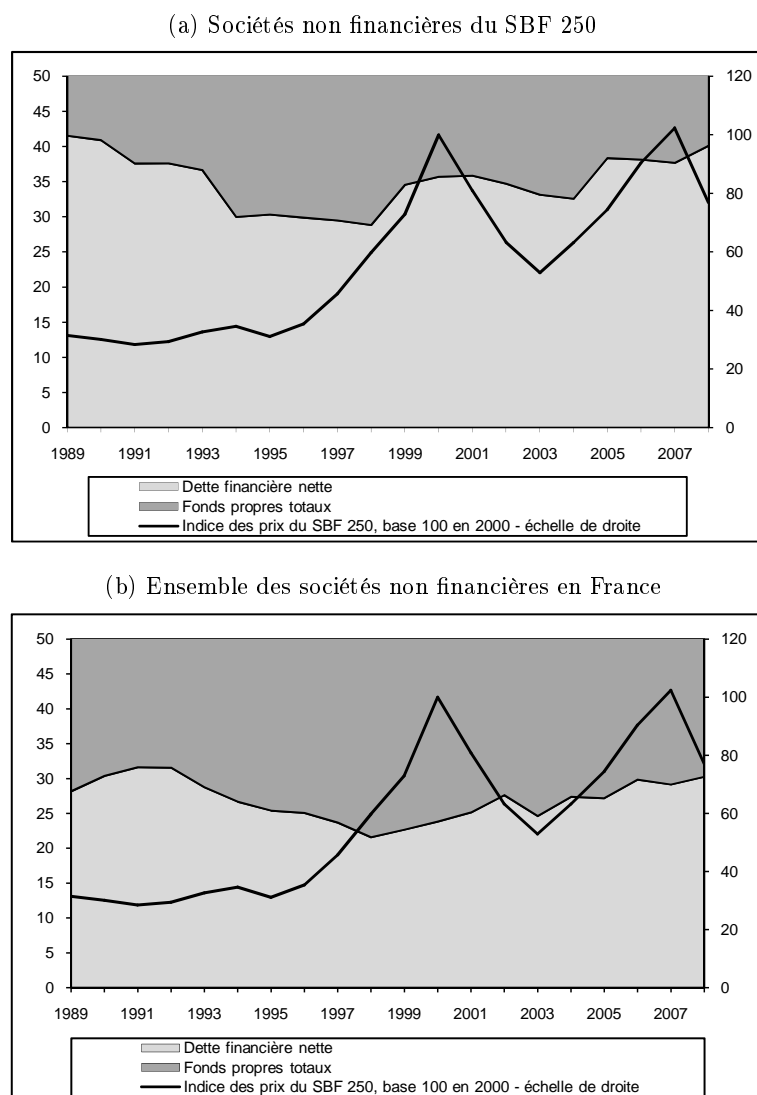
La part de la dette financière nette des groupes dans le passif s'accroît à chaque phase d'emballlement financier (graphique 5.5a). Ainsi, le ratio rapportant la dette financière nette aux fonds propres totaux, passe de 40,6% en 1998 à 55,6% en 2000. Picart (2003a,b) observe la même envolée de l'endettement des groupes du SBF 120, pour un ratio de dette financière nette rapportée à la valeur ajoutée. Après un net recul en période de crise de financière (2001-2003), le ratio de dette sur fonds propres repart ensuite à la hausse durant la phase ascendante du cycle suivant, passant de 32,6% en 2004 à 40,1% en 2008.

Plusieurs similitudes existent entre l'évolution de l'endettement de l'ensemble des entreprises françaises et celle des groupes. La part de l'endettement dans le passif des entreprises françaises connaît un maximum autour de 1991-1992 en pleine période d'endettement massif (Picart, 2008). Les entreprises procèdent ensuite à un assainissement de leur bilan jusqu'en 1998 (graphique 5.5b). Elles connaissent ensuite une période d'emballlement de l'investissement plus lente mais plus régulière et qui se prolonge jusqu'en 2002, la part de la dette dans le passif gagnant ainsi 6 points.

Après l'éclatement de la bulle financière, les entreprises réduisent elles aussi le poids de leur dette, mais contrairement aux groupes, le désendettement n'est que ponctuel (-3 points en 2003). Dès 2004, l'endettement repart à la hausse pour atteindre en 2007 un point haut très proche de celui de 1991 et bien au-delà du niveau atteint en 2002 (respectivement 30,3% ; 31,6% et 27,6%). D'une manière générale, au cours de chacun des deux booms financiers, les entreprises profitent de la chute des taux d'intérêt et de l'effet de levier qui se déploie, pour accroître le levier financier au sens strict et maximiser par suite la rentabilité pour l'actionnaire.

Givord *et al.* (2008) et Cayssials *et al.* (2008) observent les mêmes évolutions quant à l'endettement des entreprises françaises en données de comptabilité nationale pour la même période. Leurs travaux portent sur des ratios de dette nette rapportée à la valeur

GRAPHIQUE 5.5 – Décomposition du passif des grands groupes cotés et des sociétés non financières en France de 1989 à 2008 en %



Sources : INSEE (2009), Thomson One Banker (2009) et du Tertre et Guy (2009), calculs de l'auteur.

ajoutée pour lesquels les questions de valorisation jouent moins. Toujours pour des ratios d'endettement rapportés à la valeur ajoutée, Cayssials *et al.* (2008) font les mêmes constats sur données de comptes sociaux. Ceci tend à légitimer nos retraitements et nos résultats pour la période 1989-2008.

Qu'il s'agisse des groupes ou de l'ensemble des entreprises en France, le niveau d'endettement s'élève en phase d'emballement financier. La fragilité financière prend sa source à la fois dans le boom de l'investissement total et dans les stratégies financières qui visent à soutenir les cours boursiers. En effet, dans le cadre de la contrainte du principe de la valeur actionnariale, les entreprises ont tout intérêt à accroître le levier financier au sens strict. C'est pourquoi elles ont une nette tendance à accroître leur endettement durant chaque phase d'emballement des marchés financiers, dans le but de favoriser la hausse de la rentabilité financière. En cas de reflux net des capitaux sur les marchés financiers, elles font face à une double contrainte qui remet en cause leur solvabilité, autrement dit leur capacité à rembourser la dette : (i) la possible hausse des taux d'intérêt en période d'accroissement de la préférence pour la liquidité et (ii) la stagnation des profits qui compliquent le refinancement de la dette. Compte tenu de ces risques qui pèsent sur leur solvabilité, les entreprises sont conduites à se désendetter au cours de la phase descendante de chaque cycle financier.

2 La montée endogène de la fragilité financière des bilans sous l'effet de la hausse des cours boursiers

La pression des investisseurs institutionnels sur les dirigeants d'entreprise conduit à la financiarisation de leurs stratégies industrielles et commerciales. La financiarisation se manifeste essentiellement à travers les fusions-acquisitions que l'on observe principalement dans le comportement des grands groupes, ainsi qu'à travers un recours important à l'effet de levier pour financer l'investissement total. Ces comportements amènent les entreprises à accroître la fragilité de leur bilan, c'est-à-dire leur exposition au risque de défaut. Dans le cas des grands groupes cotés, l'enregistrement d'écarts d'acquisition masque la fragilité financière (2.1). Par ailleurs, l'accroissement régulier du versement de dividendes et son maintien en période d'effondrement des marchés boursiers, d'une part, et les opérations de rachats d'actions – qui visent à soutenir le bénéfice par action et par ce biais la valorisation des titres émis grâce au signal positif émis à l'attention des actionnaires –, d'autre part, renforcent la fragilité financière et rendent plus difficiles les sorties de crise (2.2).

2.1 La fragilité financière des entreprises au cours de la phase d'emballement : envolée du financement externe et risques imputables aux *goodwills*

La fragilité financière se développe avec l'accroissement de l'investissement financé par la dette, puisqu'en cas de retournement de la préférence pour la liquidité des agents (PPL), la perception soudainement accrue du risque conduit à un besoin immédiat de désendettement. Lorsqu'une hausse soudaine de la PPL a lieu en raison du retournement des anticipations de prix d'actifs, il y a un risque de remontée des taux d'intérêt augmenté du risque prêteur (en dehors de toute intervention de la Banque Centrale) du fait de l'élévation du *spread* exigé par les créanciers. Cet élément contraint puissamment le refinancement de la dette, autrement dit le paiement du service de la dette antérieure par le biais d'un nouvel endettement (Vernimmen *et al.*, 2010). De ce fait, la fragilité financière que décrit Minsky dépend de la tendance croissante des dirigeants d'entreprise à financer l'investissement sur la base d'un endettement.

Pour avoir une idée plus précise de l'évolution de la fragilité du bilan des entreprises au cours de la phase d'emballement des deux derniers cycles financiers, nous nous proposons d'étudier le ratio rapportant le flux d'endettement net au total de l'investissement – croissance interne et acquisition de titres financiers – (2.1.1), puis nous abordons la question cruciale des *goodwills* que les groupes enregistrent à leur actif lors de fusions-acquisitions (2.1.2).

2.1.1 Le financement externe de l'investissement et la fragilité financière endogène

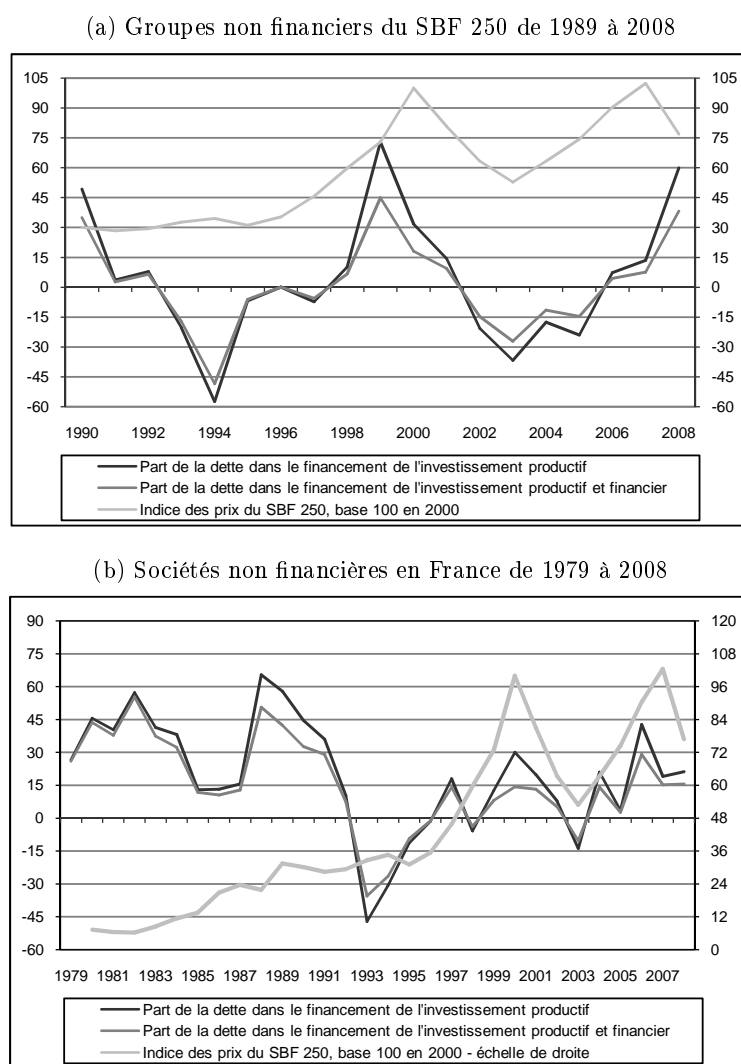
Comme expliqué ci-dessus, la fragilité financière tient au financement croissant des projets d'investissement à partir d'un endettement au cours de la phase d'emballement d'un cycle financier. Pour avoir une idée plus précise de l'évolution de la fragilité des entreprises au cours des deux derniers cycles financiers successifs, nous nous proposons d'étudier le ratio rapportant le flux d'endettement net à l'investissement total. Nous rapportons la part du financement externe des groupes (vu ici sous l'angle de la dette financière nette uniquement) à l'accumulation brute de capital fixe, d'une part, et à l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe et de participations financières, d'autre part ¹⁷ (graphique 5.6a).

17. Les données proviennent ici des tableaux de flux de trésorerie des groupes.

La part de l'endettement dans l'investissement total s'envole après 1997, au détriment de l'autofinancement. De 1997 à 1999, la part du financement externe dans l'investissement total passe en effet de -5,5% à 45%. Après le pic boursier de 2000, la part de la dette dans l'investissement total recule, pour finalement atteindre son niveau le plus bas en 2003 (-27,1%). Dès 2005, le nouvel envol des marchés financiers s'accompagne d'un retour au financement externe de la croissance et fait apparaître de manière évidente un nouveau cycle d'investissement provoqué par l'emballement puis la chute des marchés financiers. La part du financement externe dans l'investissement total atteint ainsi 38,3% en 2008, un niveau proche de celui des années 1998-1999.

Les évolutions que font apparaître les données macroéconomiques mettent en évidence l'existence d'un cycle financier d'investissement qui engendre de façon récurrente la fragilité du bilan des entreprises (graphique 5.6b). Les fluctuations de la part des flux d'endettement dans l'investissement (croissance interne comme total de l'investissement), non corrélées aux fluctuations sur les marchés financiers dans les années 1980, sont étroitement reliées à ces dernières à partir du milieu des années 1990. Les dirigeants procèdent à un désendettement massif de 1993 à 1995 suite au pic d'endettement de 1992 et à la vive hausse des taux d'intérêt qui s'ensuit. Le ratio de l'endettement sur l'investissement total est de ce fait négatif durant cette période. Toutefois, le financement de l'investissement par émission de dette recommence après 1996, avec le développement de la bulle technologique. Si l'on excepte une année de désendettement en 1998, le financement par la dette des investissements s'accroît au long de l'emballement des marchés financiers à la fin des années 1990, passant de -1,2% de l'investissement total à 30,1% en 2000 au plus haut de la bulle financière. Lorsque celle-ci éclate, les entreprises sont contraintes de procéder à un ajustement de bilan et la part de l'endettement se contracte pour devenir négative en 2003. La période de désendettement est cependant nettement plus courte que dans le cas des groupes du SBF 250 pour lesquels l'endettement ne reprend qu'en 2006. Sur le plan macroéconomique, ce mode de financement reprend dès 2004. Malgré des fluctuations, la fragilité endogène des firmes croît de nouveau avec le retour à la hausse des marchés financiers. La part de l'endettement net atteint ainsi 42,7% de l'investissement total en 2006. Elle recule ensuite, mais demeure positive lorsque la crise des *subprimes* éclate.

GRAPHIQUE 5.6 – Part en % du financement par endettement de l'investissement des grands groupes cotés et des sociétés non financières en France



Sources : INSEE (2009), Thomson One Banker (2009) et Guy (2011), calculs de l'auteur.

Comme les résultats portant sur le taux d'endettement des firmes le laissent apparaître, les entreprises profitent de l'emballement financier et du recul du risque perçu qui en découle pour accroître le financement de l'investissement sur la base d'un endettement, au détriment de l'autofinancement. Les risques qui pèsent sur la solvabilité des entreprises les obligent à se désendetter lorsque les anticipations des investisseurs se retournent. Durant les phases descendantes de cycle, les directions d'entreprise œuvrent en ce sens, en

comprimant notamment la part de l'investissement financé par endettement. La période de désendettement qui suit la crise sur les valeurs technologiques demeure toutefois assez courte. Le soutien des autorités monétaires, même faible (OFCE, 2003, 2004), est déterminant puisqu'il assouplit la contrainte de refinancement de la dette lorsque le retournement de l'évaluation de la prime de risque sur les marchés a lieu. Il contient de ce fait la hausse des taux d'intérêt apparents de 2002 à 2004 (cf. graphiques 5.1 et 5.3).

Le développement de la fragilité financière à chaque phase haussière du cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé n'est pas observé qu'en France. Givord *et al.* (2008) constatent en effet que le taux d'autofinancement – qui rapporte l'autofinancement à l'acquisition de nouveaux biens en capital¹⁸ – se réduit durant chacun des deux emballements financiers récents, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. On observe donc un cycle financier d'investissement propre au régime d'accumulation financiarisé dans l'ensemble des pays industrialisés.

Pour finir, les pics atteints par le ratio de l'endettement sur l'investissement semblent indiquer que la fragilité financière des firmes est moins élevée durant les cycles financiers récents que ce qui a pu être observé durant les années 1980. Ce résultat est pourtant trompeur. Le poids de la dette dans le financement de l'investissement est certes plus faible au cours du cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale que pendant les années 1980. La baisse de la part de l'investissement dans l'autofinancement explique cette évolution. Comme expliqué plus haut, cette baisse est notamment permise par le redressement de l'autofinancement dû à la baisse des taux d'intérêt et au redressement du taux de marge. Pourtant, les risques macroéconomiques que la fragilité financière du bilan des entreprises fait peser sur l'économie sont bien plus élevés que dans les années 1980 (Aglietta et Berrebi, 2007). Nous le verrons dans la dernière section, le passage des marchés de bien d'un régime inflationniste à un régime déflationniste conduit en effet à la récurrence des risques de déflation financière à chaque crise du cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale.

18. L'autofinancement dans cette étude est directement issu de la comptabilité nationale et donc sans retraitement. Il correspond au concept du revenu disponible brut, c'est-à-dire qu'il est déterminé après versement de dividendes.

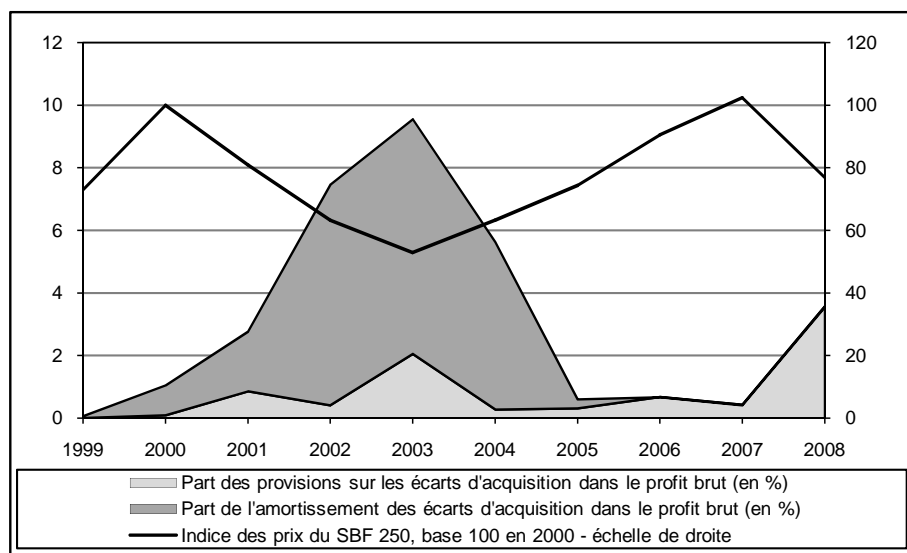
2.1.2 La mesure des *goodwills* et la sous-estimation des risques d'endettement

Lorsqu'une bulle financière se développe, le déploiement de projets de croissance externe soulève un dernier risque majeur en matière de fragilité des bilans des groupes, qui tient à l'enregistrement d'écarts d'acquisition. La financiarisation des stratégies suscite de nombreuses opérations de F&A, comme nous avons pu l'observer plus haut dans le graphique 4.4. Ces opérations doivent permettre de renforcer la rentabilité économique et par suite la rentabilité financière. Dans ce cadre pourtant, les investisseurs peuvent estimer que le ratio d'endettement des firmes est acceptable alors même que celui-ci fait courir un risque considérable du point de vue de la solvabilité. Ce risque supplémentaire qui pèse sur la solvabilité des entreprises est en fait situé à l'actif du bilan des groupes, dans la valeur réelle des actifs intangibles enregistrés.

Durant la phase haussière sur les marchés financiers, les opérations de F&A conduisent à de nombreux enregistrements d'écarts d'acquisition, dus à la différence entre la valeur d'acquisition des titres et la juste valeur – ou valeur de revente – des actifs de l'entreprise acquise nets de sa dette financière. D'un point de vue théorique, on peut expliquer l'existence de cette différence par la complexité de l'évaluation du potentiel productif de l'entreprise rachetée compte tenu d'éléments tels que le capital humain, la position de marché et les dépenses de recherche et développement (Marchal et Sauvé, 2004 ; Commissariat général du Plan, 2002a). On enregistre de nouvelles immobilisations incorporelles à l'actif du bilan de l'entreprise qui achète (groupe consolidant). Lorsque les cours sur les marchés financiers atteignent des sommets, la valeur de nombreuses entreprises est surévaluée. Les groupes prédateurs acquièrent leurs cibles pour des montants extrêmement élevés, ce qui les conduit à enregistrer des *goodwills* considérables. En cas de crise des marchés boursiers, les entreprises sont contraintes de réévaluer à la baisse les écarts d'acquisition enregistrés durant la période d'euphorie. Si les provisions réalisées viennent contracter le profit net, il est à craindre une défiance supplémentaire de la part des investisseurs.

D'après le Commissariat général du Plan (2002a), ces écarts d'acquisition représentent fin 2001 les deux tiers des fonds propres des sociétés non financières du CAC 40. Nous constatons pour notre part que les amortissements et provisions du *goodwill* des groupes

GRAPHIQUE 5.7 – Part des amortissements et provisions du *goodwill* dans le profit brut des groupes non financiers du SBF 250 de 1999 à 2008



Sources : Thomson One Banker (2009) et Guy (2011), calculs de l'auteur.

du SBF 250 ont connu un net accroissement au même moment puisqu'ils s'élèvent de 0,1% du profit brut en 1999 à 9,6% en 2003 (cf. graphique 5.7). Selon Picart (2003b), ces amortissements représentent 18% du résultat d'exploitation (profit brut) des SNF du SBF 120¹⁹ en 2001 contre 7% en 1998. Compte tenu du nouvel emballement des marchés de 2004 à 2007, il est probable que ce même risque réapparaisse. Effectivement, quasiment nul de 2005 à 2007, ce poste connaît un nouvel essor, à 3,6% du profit brut en 2008, avec la chute des marchés boursiers. Ceci est en partie dû au recul des profits, mais aussi et surtout à l'accroissement en niveau des provisions, puisque ces dernières atteignent un niveau similaire à celui observé lors de la précédente crise (2001-2002)²⁰. Au final, ce n'est qu'en cas de retournement sur les marchés financiers que les investisseurs perçoivent ce risque. En dépit de l'enregistrement de *goodwills* conséquents dans le bilan des firmes à la suite des opérations de F&A, il est devenu de plus en plus difficile de percevoir le caractère endogène des risques encourus en période d'emballement.

19. Les quatre groupes les plus endettés étant exclus.

20. Il est à noter que si aucun amortissement d'écarts d'acquisition n'est comptabilisé depuis 2005, ceci est dû à leur interdiction suivant les normes IFRS de comptabilité (Bachy et Sion, 2005). Pour des informations supplémentaires concernant les normes IFRS, voir l'annexe A.2.

2.2 La fragilité financière entretenue par la stratégie de redistribution du *free cash flow*

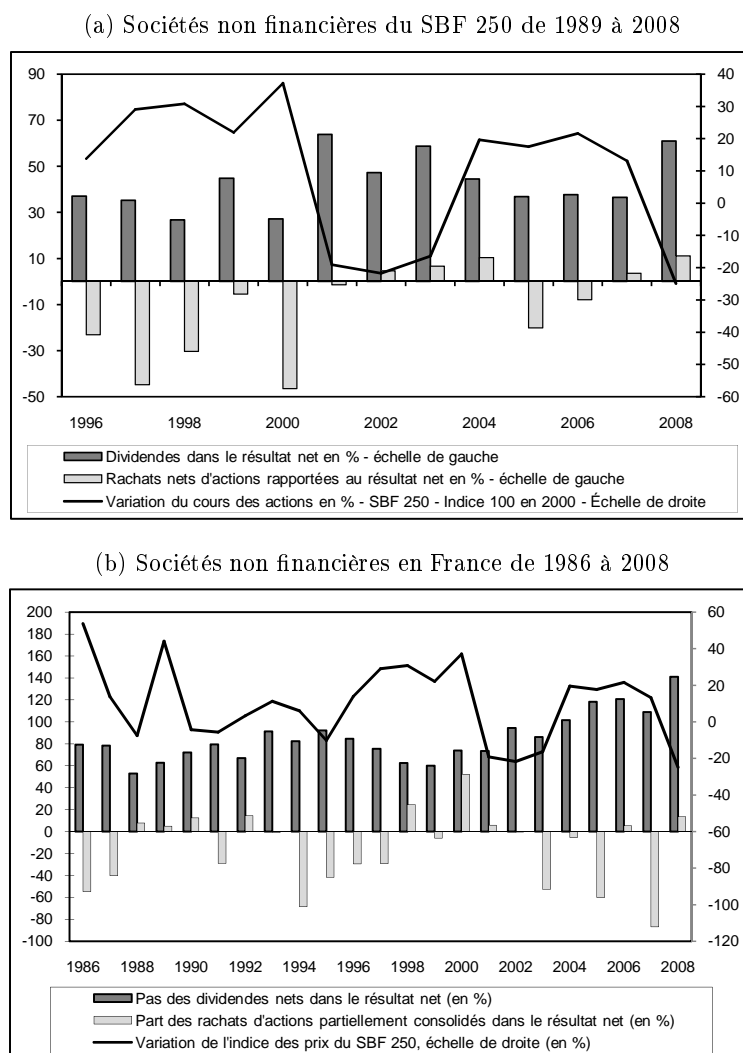
Lorsqu'un événement, quel qu'il soit – par exemple des attentes de profits déçues –, fait prendre conscience aux investisseurs de la surévaluation de la prime de risque sur les marchés financiers au plus haut de la phase d'emballement, leur préférence pour la liquidité repart à la hausse. Il s'ensuit une élévation de la prime de risque et des *spreads* de taux. La hausse du coût de refinancement de la dette et la chute des profits font apparaître la fragilité financière aux yeux des investisseurs et contraignent les entreprises à une réduction de leur levier d'endettement. Mais la pression de la valeur actionnariale vient compliquer le désendettement car elle implique une ponction conséquente sur la trésorerie disponible. On peut définir deux contraintes principales qui s'exercent sur l'autofinancement en phase descendante du fait du besoin que ressentent les dirigeants de soutenir le cours des actions dans ce contexte : (i) les versements de dividendes et (ii) les rachats d'actions.

Il convient de noter que le versement de dividendes et les rachats d'actions constituent les seules destinations possibles de la trésorerie disponible (*free cash-flow*) en dehors du remboursement de la dette²¹. Or, si l'accroissement des dividendes en niveau est très régulier dans le temps (cf. graphique 4.4), cette variable joue un rôle fortement contracyclique que l'on perçoit à travers le graphique 5.8a. Lorsque la valeur des titres émis chute sur les marchés financiers, le respect de l'intérêt de l'actionnaire s'opère par le maintien d'un versement conséquent de dividendes en dépit de l'effondrement des *cash-flows*. Les rachats d'actions jouent eux aussi un rôle contracyclique : en phase descendante du cycle, les entrepreneurs tentent de compenser la chute de la rentabilité financière engendrée par le recul des profits et par le désendettement grâce à une réduction des fonds propres – i.e. une destruction d'actions émises. Dans ce cadre, les groupes sont concrètement pris entre deux exigences : utiliser le profit pour le désendettement et se conformer dans le même temps au principe de la valeur actionnariale.

Dès le début de la chute des cours boursiers en 2001 et comme on l'observe dans le graphique 5.8a, on assiste à un vif rebond de la part des dividendes dans le résultat

21. Il importe de rappeler par ailleurs que les investissements non présents dans le tableau de flux mais enregistrés au bilan sont nécessairement financés sur la base d'un financement externe.

GRAPHIQUE 5.8 – Le rôle contracyclique des dividendes et émissions d'actions des grands groupes cotés et des sociétés non financières en France



Sources : INSEE (2009), Thomson One Banker (2009) et Guy (2011), calculs de l'auteur.

net. Ce ratio passe ainsi d'une moyenne de 34,4% sur la période 1996-2000 à 56,6% sur la période 2001-2003. Il redescend progressivement à partir de 2003, lorsque le prix des actifs financiers repart à la hausse. En revanche, dès l'amorce de la phase descendante du cycle financier de la titrisation, on constate la remontée immédiate de ce ratio (61% en 2008 contre 38,8% en moyenne de 2004 à 2007). Ces constats nous conduisent à affirmer qu'en matière d'utilisation du *cash-flow*, les dividendes ne constituent pas une variable

d'ajustement mais bien une variable stratégique visant à soutenir le cours des titres émis.

Les émissions nettes d'actions dans les tableaux de flux et rapportées au résultat net montrent une période de rachats de 2001 à 2004 (8,2% en moyenne). Les groupes cessent ensuite ces rachats pour recommencer dès le début de la chute des marchés financiers fin 2007. Ils représentent ainsi 11,2% du résultat net en 2008.

La part des versements de dividendes dans le résultat net des SNF en France s'avère quant à elle en net recul, puisqu'elle passe de 92,3% du résultat net en 1995 à 59,9% en 1999 (graphique 5.8b). Ce recul serait dû à un vif accroissement du résultat net découlant en grande partie de la chute des charges d'intérêt. Comme pour les grands groupes, l'ensemble des entreprises a recours à la distribution de dividendes de façon contracyclique durant le cycle technologique : d'un niveau relativement bas lors de l'envolée des marchés financiers, le taux de distribution grimpe à 94,4% en 2002 (contre 73,4% en 2001). À partir de 2004 en revanche, ce ratio continue de progresser lorsque le cours des actions repart à la hausse. Le recul du résultat net sur l'ensemble de la période 2004-2006 (-2,5% en moyenne) et le maintien de la croissance régulière des dividendes expliquent cette évolution. Pour ce qui est des grands groupes cotés, cette même croissance n'empêche pas une baisse du taux de distribution de dividendes en raison d'une élévation conséquente du résultat net.

La consolidation partielle des rachats d'actions des SNF en France fait apparaître une tendance aux rachats d'actions qui s'étale de 1998 à 2002. En dépit d'importantes fluctuations, les entreprises procèdent à des émissions nettes de 2003 à 2007. Pour ce qui concerne la période de 2000 à 2002 au moins, ces résultats confortent l'hypothèse de rachats contracycliques d'actions visant à soutenir leurs cours boursiers puisqu'il pèse à la hausse sur la rentabilité financière rf obtenue sur courte période.

3 Les manifestations du surendettement des entreprises et le risque d'une spirale déflationniste

L'objectif de cette dernière section est de montrer que les phases d'emballement puis de recul de l'investissement des entreprises au gré des périodes d'envolée des prix sur les mar-

chés financiers puis de leur retournement, confortent l'hypothèse selon laquelle la croissance des entreprises est prise dans un cycle déflationniste depuis l'installation du régime d'accumulation financiarisé. Comme nous l'avons constaté au cours des sections précédentes, la récurrence de booms sur les marchés financiers, que le comportement mimétique des investisseurs engendre, conduit au développement de la fragilité endogène des bilans des entreprises en phase d'emballement – l'exposition au risque de défaut.

Lorsque l'emballement financier bat son plein, un événement, quel qu'il soit – « événement catalyseur » –, révèle aux yeux des investisseurs la fragilité du bilan des emprunteurs – ménages ou entreprises. On assiste de ce fait au retournement des anticipations des investisseurs, puis à la revente simultanée de leurs titres. Cette revente est à l'origine de l'activation du risque de défaut des entreprises du fait de la hausse des primes de risques et des *spreads* de taux sur les marchés financiers. Le mécanisme par lequel l'exposition des emprunteurs au risque de défaut est révélée aux yeux des investisseurs peut être désigné sous le terme d'« événement systémique ». La réalisation de cet événement étant endogène au cycle financier d'investissement propre au régime d'accumulation financiarisé, ou cycle financier d'investissement de la valeur actionnariale (3.1).

Nous décrivons dans un deuxième temps la crise financière des valeurs technologiques comme découlant d'un événement de type « catastrophe » (3.2) puis dans un troisième temps la crise financière des *subprimes* comme découlant d'un événement de type « domino » (3.3).

Nous observons enfin que les crises financières, qui découlent de la révélation du surendettement des emprunteurs, contraignent les entreprises à réduire leurs investissements compte tenu de la hausse du coût du financement qui s'ensuit. La fragilité financière propre aux entreprises est d'autant plus forte dans le cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale que les exigences des actionnaires les amène à maximiser l'effet de levier par le recours à l'endettement, notamment lorsqu'elles financent des projets de croissance externe. La révélation du surendettement conduit les entreprises à réduire simultanément leur croissance interne, ce qui contraint la réalisation du profit et génère un risque récurrent de déflation pour l'économie concernée (3.4).

3.1 L'éclatement d'une crise financière et l'apparition d'un risque systémique

Durant les deux périodes récentes d'emballement financier, l'euphorie des marchés financiers explique l'envolée de la croissance des entreprises. Lorsque les investisseurs prennent conscience du risque de défaut qui touche les emprunteurs, un *run* sur les liquidités se déclenche, conséquence du retournement des anticipations de prix d'actifs et de la préférence pour la liquidité. Le cycle des valeurs technologiques et le cycle de la titrisation ont des origines bien distinctes. On peut pourtant les qualifier toutes deux de cycles financiers propres au cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale, car le comportement des investisseurs qui engendre les périodes d'emballement financier, le retournement des anticipations puis le déclenchement de la crise financière – et par suite les cycles d'investissement –, obéissent à des règles communes. Il convient ici de préciser comment la fragilité du bilan des entreprises est révélée de façon endogène aux investisseurs.

Lorsque les investisseurs ont un doute sur la valeur des collatéraux des emprunteurs – entreprises ou ménages –, ils révisent leurs anticipations de valorisation à la baisse, ce qui implique une élévation des primes de risque et des *spreads* de taux d'intérêt. Cette hausse du coût du capital met les emprunteurs en proie à des problèmes conséquents de refinancement de leur dette – financement du service de la dette par un nouvel endettement. Pour expliquer pourquoi la révision à la baisse des anticipations des investisseurs est endogène, nous mobilisons la notion de risque systémique que définit notamment Aglietta (2003, 2008). Cet auteur la présente comme la possibilité que les actions rationnelles des investisseurs face aux risques tels qu'ils les perçoivent, accroissent en fin de compte les risques pour l'ensemble du système économique.

Tant que les prix sur les marchés financiers s'élèvent, la valorisation des collatéraux masque la fragilité financière des emprunteurs aux yeux des investisseurs et implique une sous-évaluation du risque par ces investisseurs. On parle d'événement systémique lorsque les investisseurs révisent leurs anticipations de façon mimétique, conduisant à la révélation et à l'accentuation du risque de défaut des emprunteurs dû à leur endettement contracté en phase d'emballement. Le risque de système est en ce sens la probabilité qu'un événement systémique se produise, le déclenchement d'un événement systémique étant endogène dans le cycle financier d'investissement de la valorisation actionnariale.

Selon Goodhart (1988) et Aglietta et Moutot (1993) en effet, la structure du système financier actuel des pays industrialisés dans le contexte du cycle financier d'investissement de la valeur actionnariale, est particulièrement vulnérable au risque systémique²². Il existe en effet trois sources possibles pouvant renforcer ce risque : (i) l'accès des agents non financiers aux marchés financiers ; (ii) la possibilité pour les banques de développer des activités de marchés ; et (iii) la concentration du secteur bancaire. Les différentes réformes de libéralisation financière en France que les gouvernements ont engagées pour promouvoir l'accès des entreprises et des ménages aux marchés financiers, ainsi que le développement de la banque universelle, rendent la France très vulnérable au risque systémique en cas d'emballement des marchés financiers.

Sur la base des travaux de de Bandt et Hartmann (2000), Aglietta (2008) définit deux grands types d'événements systémiques, l'effet « catastrophe » et l'effet « domino ». Sur la base de ces notions théoriques, nous décrivons le déclenchement de chacune des deux crises financières majeures du début du XXI^e siècle dans les pays industrialisés comme des enchaînements inévitables compte tenu de l'instabilité inhérente aux systèmes financiers et de l'importance du risque systémique sous-jacent à chaque emballement.

3.2 La crise financière des valeurs technologiques : un événement systémique de type « catastrophe »

Au milieu des années 1990 et comme le souligne Plihon (2008), le cycle des valeurs technologiques prend place. Les investisseurs ancrent leurs anticipations sur les marchés novateurs des nouvelles technologies et le recul de la prime de risque se généralise par la suite à l'ensemble des marchés financiers. Les difficultés d'évaluation du rendement futur des innovations technologiques conduisent les investisseurs à s'accorder implicitement sur un niveau de rendement conventionnel bien supérieur à ce que les entreprises obtiendront effectivement à moyen terme (Kindleberger, 2005). Le recul des primes de risque et des *spreads* de taux qui en découle favorise le recours à l'endettement des entreprises.

22. En d'autres termes, la probabilité du déclenchement d'un événement systémique est très élevée dans un tel système financier.

L'investissement nourrit les profits, dont la hausse s'ajoute aux nombreuses opérations de croissance externe pour justifier l'envolée du cours des actions, la hausse des cours boursiers s'accompagnant d'un nouveau recul des primes des risques et des *spreads* de taux. Les investisseurs ne peuvent percevoir le surendettement des entreprises, puisque la hausse des profits et le recul du coût de refinancement de la dette favorise le paiement du service de la dette tant que la phase d'emballement des marchés financiers se prolonge.

Dans cet événement systémique de type « catastrophe », un choc indépendant des marchés financiers génère un retournement des anticipations de prix d'actifs et une fuite instantanée de la liquidité sur les marchés. Les investisseurs procèdent à une réallocation extrêmement rapide de leur portefeuille en raison des craintes de pertes. Dans un tel cas, il est en effet rationnel de vendre au plus vite. Le choc est bel et bien endogène puisque provoqué par des événements inévitables (chute soudaine des profits pour certaines entreprises) qui amènent à une prise de conscience du risque de défaut des entreprises engendré par le boom d'investissement – la révélation du surendettement des entreprises. C'est ainsi que les agents sont amenés à se débarrasser au plus vite de leurs titres, provoquant mécaniquement un risque de hausse des taux d'intérêt augmentés du risque, puis d'immenses difficultés de refinancement (Aglietta, 2003, 2008). La nécessité de provisionner sur les *goodwills* peut par ailleurs empirer la situation. Pour éviter cet écueil, les entreprises sont conduites à un abandon massif de leurs projets d'investissement, avec un recul très net en 2001²³.

3.3 La crise financière des actifs titrisés : un événement systémique de type « domino »

Le cycle financier de la titrisation est lui aussi le théâtre d'un événement systémique majeur à la fin des années 2000. La sous-estimation du taux de défaut des crédits *subprimes* – marché de créances immobilières risquées que les banques titrisent – par l'ensemble des investisseurs sur ce marché a conduit à une destruction des tranches les moins risquées sur les ABS des marchés immobiliers (MBS, *Market Based Securities*) puis des CDO basés sur ces MBS, en raison de l'effondrement des rendements obtenus. La perte des revenus que

23. Le premier recul en 2000 semble secondaire, tant l'investissement total, tout comme le taux d'accumulation, se maintiennent à des niveaux considérables comparativement aux années passées et suivantes (cf. chapitre 4).

les véhicules d'investissement créés par les banques doivent théoriquement verser, affecte en retour les banques. La détention par ces dernières de papiers commerciaux adossés aux CDO, qu'elles n'ont pas eu le temps d'écouler, aggrave leur situation. Puisque ces papiers demeurent dans leur bilan, leur capacité de crédit se réduit (Lordon, 2008 ; Aglietta, 2008).

La crise des *subprimes* correspond trait pour trait au descriptif d'un événement systémique de type effet « domino ». Il suffit qu'un choc portant sur le risque de marché ou de crédit touche une seule banque pour affecter immédiatement l'ensemble du système bancaire. La confiance des banques les unes vis-à-vis des autres s'effondre, les règlements interbancaires se paralysent et une crise de liquidité prend place. Les banques commencent à restreindre les crédits à l'ensemble de l'économie et le besoin de liquidité de la part des acteurs sur les marchés financiers conduit notamment à des reventes sur les marchés d'actions, amplifiées par le retournement immédiat des anticipations sur les marchés d'actifs. C'est bien l'évolution de la PPL des agents, d'abord sur les marchés de titres *subprimes* puis, par contagion, sur l'ensemble des marchés (avec en particulier la « sous-collatéralisation » des titres *subprimes*), qui conduit à la bulle financière puis à son éclatement lorsque la PPL se retourne (Lordon, 2008).

Du fait du développement des possibilités de crédits hypothécaires, l'emballlement sur les marchés immobiliers anglo-saxons a conduit à un net accroissement de l'endettement des ménages aux revenus les plus faibles dans ces pays. Le risque de défaut des ménages s'accroît d'autant plus que 4 crédits *subprimes* sur 5 sont sujets au principe de refixation des taux d'intérêt (ou « *reset* ») au bout de deux ans, à un niveau nettement plus élevé que le taux initial – et éventuellement à taux variable – (Aglietta et Rigot, 2009). Tant que le prix des biens immobiliers – les collatéraux – s'élève, le risque de défaut des ménages est masqué puisque ces derniers sont susceptibles de se refinancer par l'intermédiaire d'un nouvel endettement ou par la revente de leur bien. Parallèlement, les entreprises profitent du recul généralisé des *spreads* de taux pour financer leur croissance sur la base d'un endettement et une envolée minskyenne de l'investissement prend place. Là encore, la hausse des profits et le recul des taux d'intérêt augmentés d'un *spread* facilitent le paiement du service de la dette. Ils masquent de ce fait le surendettement des entreprises aux yeux des investisseurs durant la phase haussière sur les marchés financiers.

L'éclatement de la bulle sur les titres *subprimes* se déroule en plusieurs phases, avec en particulier la faillite de certains fonds de Bear Stearns en juin 2007, due au constat d'une incapacité de remboursement de leurs crédits hypothécaires de la part d'un certain nombre de ménages. Cette faillite entraîne un premier recul des marchés et constitue l'événement catalyseur donnant lieu à un événement systémique de type « domino ». Les annonces de pertes de la part des banques affluent début 2008, avec un nouveau et puissant recul des marchés (Lordon, 2008 ; Orléan, 2009). On constate ensuite leur relative stagnation, qui s'explique en particulier par le délai nécessaire pour que les institutions financières puissent évaluer leurs pertes. On observe enfin une longue chute à partir de la mi-2008²⁴. Ces événements conduisent les investisseurs à réviser à la hausse les primes de risque et les *spreads* de taux, révélant et amplifiant en particulier la fragilité financière qui touche les entreprises.

3.4 Les entreprises confrontées au risque de la déflation

Les constats effectués *supra* permettent d'appuyer la thèse d'Aglietta et Berrebi (2007) selon laquelle les pays développés sont passés d'une économie monétaire inflationniste à une économie sujette aux cycles déflationnistes réels. En effet, durant les Trente Glorieuses, ce sont les hausses régulières et institutionnalisées des salaires qui génèrent des poussées inflationnistes. Les hausses de prix visent à maintenir les marges des firmes et une résurgence d'inflation tend à réduire l'investissement, devenu moins rentable.

Depuis le début des années 1990, c'est au contraire le manque de pouvoir des firmes sur leur propre marché – en particulier dû à la concurrence des pays émergents – qui conduit à une forte pression sur les salaires. La demande devient plus volatile, ce qui génère une tendance naturelle au ralentissement des prix. Les liens entre marchés financiers et firmes conduisent à des phases régulières d'emballement de l'investissement, mais, en définitive, à une récurrence du dérapage de la situation financière des firmes lors de l'explosion des bulles spéculatives et à un retour au bord du gouffre déflationniste.

L'explosion cyclique de l'investissement, dans un contexte financiarisé, prend essentiellement appui selon Aglietta (2003) sur les trois points suivants : une convention de rendement élevée, un aveuglement au risque de crédit et la recherche d'un fort effet de le-

24. cf. Annexe C.2.

vier. Comme expliqué au cours du chapitre 4, les anticipations de prix d'actifs s'effectuent sur la base d'une convention. En situation d'incertitude sur les rendements à venir des actifs, les investisseurs prennent leurs décisions en anticipant l'opinion moyenne du marché, autrement dit par imitation des comportements (Orléan, 1999). C'est ainsi que des phases récurrentes d'emballement des marchés financiers prennent place.

Durant chacune des deux périodes d'emballement financier que nous étudions au sein de la période correspondant au régime d'accumulation financiarisé, la fragilité financière des entreprises s'accroît avec la hausse de leur endettement. Au cours de la phase d'emballement du cycle de la titrisation, la fragilité financière des ménages évolue de la même façon dans les pays anglo-saxons et est à la source du recul généralisé des primes de risque sur les marchés financiers. Le prolongement de chaque période d'emballement tient au recul du coût du crédit dû à la sous-évaluation du risque. Dans ce cadre, en effet, les entreprises peuvent s'endetter, d'une part, pour investir plus encore – ce qui nourrit le profit global – et, d'autre part, pour financer le service de la dette par un nouvel endettement – refinancement de la dette.

Dès lors que les investisseurs réévaluent le risque à la hausse, la prime de risque sur les actions et les *spreads* de taux sont eux-mêmes révisés à la hausse du fait de l'intégration du risque de défaut (Aglietta, 2003). On observe par la suite le recul du profit des entreprises – du fait de la contraction de la croissance interne – et un refinancement de la dette de plus en plus difficile car de plus en plus coûteux. Dans le vocabulaire de Minsky (1986), les entreprises « Ponzi » et « spéculatives » sont les premières touchées par les difficultés de paiement du service de la dette²⁵. En dehors de toute intervention des autorités en charge de la politique économique, gouvernement ou Banque centrale, l'activation du risque de système conduit à une crise de système.

À chaque crise financière, les difficultés de refinancement des firmes les conduisent à comprimer leurs investissements. Il s'agit de profiter au maximum de l'autofinancement disponible pour le refinancement de la dette. Pourtant, comme cela est confirmé par l'ana-

25. Comme expliqué dans le chapitre 1, dans le cas des entreprises « Ponzi », le paiement des charges d'intérêt, ainsi que le remboursement du principal de la dette dépend d'une accélération des profits à venir à long terme. Dans le cas des entreprises « spéculatives », le paiement des charges d'intérêt dépend de l'accélération des profits à venir à long terme, le remboursement du principal étant quant à lui assuré par les profits obtenus à court terme.

lyse du comportement des grands groupes et, dans une moindre mesure du comportement de l'ensemble des entreprises en France, la primauté de l'intérêt des actionnaires ponctionne l'autofinancement par les rachats d'actions et du versement de dividendes. La situation est plus complexe pour l'ensemble des entreprises françaises, puisque le poids des versements de dividendes dans le résultat net semble perdre sa dimension contracyclique en fin de période et connaître une croissance régulière.

De plus, la chute de la croissance interne entraîne un recul des profits qui est d'autant plus fort qu'en parallèle on assiste à une contraction de l'emploi. Le risque majeur est que l'économie s'enfonce dans la déflation. Les entreprises peuvent en effet être conduites à comprimer leurs prix pour parvenir à écouler leur production et redresser leurs profits. Dans ce cas, le système bancaire, du fait de l'accumulation de créances douteuses, est conduit à limiter davantage le crédit par le biais d'un accroissement des taux d'intérêt. Ce comportement, combiné à la baisse des prix, conduit à une hausse des taux d'intérêt réels. Dans le pire des cas, on assiste à un rationnement du crédit (ou *credit crunch*). Un mécanisme cumulatif d'accroissement de la dette et de recul de l'activité s'installe et l'économie entre en déflation (Brossard, 1998).

Conclusion

Au cours de chacun des cycles propres au cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé, lorsque la bulle financière éclate – ce qu'elle fait mécaniquement suite à la révélation du risque systémique –, le refinancement de la dette devient critique car la fragilité financière de nombreuses firmes apparaît aux yeux de tous. Il s'ensuit une vive contraction de l'investissement, nécessaire au désendettement. La difficulté d'une telle opération est accentuée par la ponction opérée sur le *free cash-flow* par les rachats d'actions et le versement de dividendes, tous deux jouant un rôle contracyclique. Dans le cas extrême et sans intervention des autorités en charge des politiques économiques, les entreprises n'ont d'autres choix que de comprimer leurs prix pour tenter de maintenir leurs profits et de poursuivre le désendettement, amenant l'économie au bord de la déflation.

Si ces deux crises montrent la récurrence de cycles d'investissement qui font suite à un emballement puis à un retournement des marchés boursiers, il reste à montrer que l'emballement financier naît lui-même de façon récurrente. Or, à la vue des événements récents, il apparaît que tel est bien le cas. Artus (2009a,b) montre en effet que la liquidité disponible au niveau mondial est considérable et que celle-ci cherche en permanence à se placer sur des marchés porteurs. Il existe ainsi des afflux et des retraits de capitaux incessants, en fonction des événements qui touchent la PPL des agents en possession des liquidités. Après l'afflux vers les valeurs technologiques puis vers les titres *subprimes*, de nouveaux actifs sont sujets à la spéculation²⁶. De ce point de vue, et pour peu qu'un type de placement soit soudainement jugé par convention comme porteur d'une très forte rentabilité à long terme, il est possible qu'un nouvel emballement financier prenne place, ce qui ne manquerait pas de provoquer une nouvelle phase du cycle déflationniste d'investissement. Ceci présuppose évidemment que les pays occidentaux et en particulier les pays européens, parviennent à sortir du marasme économique généré par la crise de la dette publique, crise dans laquelle l'éclatement de la bulle due aux valeurs titrisées a joué un rôle d'accélérateur et de catalyseur.

26. Ainsi, peu après la crise sur les actifs titrisés, les investisseurs – et donc les mouvements de capitaux – ciblent les actions des entreprises des pays émergents, les matières premières, ou encore les titres publics des pays occidentaux.

CHAPITRE 6

Modélisations économétriques du comportement d'investissement des entreprises dans le régime d'accumulation financiarisé

Introduction

Nous cherchons dans ce chapitre à tester économétriquement les principaux résultats théoriques et graphiques des chapitres précédents. Nous avons montré au cours des chapitres 2 et 3 que la croissance interne des entreprises est nécessairement moins vive dans le régime d'accumulation financiarisé français que dans le régime d'accumulation fordiste, compte tenu des exigences actionnariales de rendement. Nous avons observé que le régime financiarisé exerce une pression baissière sur le taux d'accumulation global, déjà faible, qui s'amplifie au cours de la dernière décennie en raison de la raréfaction des sources de débouchés. Au cours des chapitres 4 et 5, nous avons mis en exergue la récurrence de

cycles financiers d'investissement minskyens, au cours desquels l'emballement de la croissance externe prend toutefois le pas sur la croissance interne, en particulier dans le cas des grands groupes cotés. Lors des périodes de retournement des marchés financiers, le maintien du principe de la valorisation actionnariale complique les sorties de crises du fait de l'utilisation du *free cash-flow*¹, non seulement pour permettre le désendettement, mais aussi pour soutenir le cours des actions. Du fait de l'influence que les actionnaires exercent directement sur les dirigeants, ces évolutions touchent en particulier les groupes cotés.

Dans la section 1, nous construisons un modèle simple de croissance post-keynésien de type stock-flux (Godley et Lavoie, 2001-02), de façon à raisonner dans un cadre cohérent qui permet d'estimer le comportement d'investissement et de financement des entreprises françaises, ainsi que ses conséquences macroéconomiques. Ce type de modèle permet de schématiser le fonctionnement d'une économie monétaire en explicitant le rôle d'intermédiaire financier qui est assuré soit par les banques, soit par les marchés financiers, l'intermédiaire financier permettant d'orienter l'allocation de l'épargne des ménages vers les entreprises. Cette modélisation est fondée sur l'existence d'un compte de flux financiers recensant les transactions courantes entre agents et d'un compte de bilan permettant d'évaluer la valeur des stocks d'actifs qu'ils détiennent. Les flux d'actifs réels et d'actifs financiers s'ajoutent aux stocks respectifs existants et ces derniers sont susceptibles d'être réévalués en fonction des variations de cours. Un ensemble d'équations comptables assure la cohérence du modèle et exprime la contrainte de budget qui s'exerce sur les décisions de chaque catégorie d'agents. Les choix stratégiques concernant la détention de richesse fonde l'ajustement de leurs comportements.

Nous estimons ensuite dans la section 2 plusieurs fonctions d'investissement et de financement des entreprises résidant sur le territoire français, dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé. Pour ce faire, nous construisons différents modèles VECM – Modèles Vectoriels à Correction d'Erreur – à partir des comptes nationaux de l'INSEE de 1978 à 2008. Nous choisissons cette méthode en raison du caractère non stationnaire d'un grand nombre des variables que nous testons. Nous analysons en particulier l'impact de l'introduction d'un taux de rendement des actions sur ces différents comportements, afin d'évaluer à la fois la réalité de la pression baissière du régime financiarisé sur l'acquisition de nou-

1. Pour rappel, le *free cash flow* est la trésorerie disponible après financement de l'investissement total.

veaux biens en capital fixe et les différents enchaînements des cycles financiers minskyens d'investissement.

Nous nous penchons enfin sur le cas particulier des grands groupes non financiers cotés au SBF 250 dans la section 3. Plusieurs éléments nous conduisent en effet à estimer des fonctions de comportements semblables à celles que nous testons à partir des comptes nationaux. Il existe quatre différences principales entre ces bases de données : (i) l'exhaustivité des données de comptabilité nationale, qui permet de s'approcher de la notion d'économie fermée ; (ii) le périmètre géographique des entreprises – l'ensemble des entités composant un groupe dans le cas des comptes de groupe *vs.* les entreprises résidant sur le territoire national dans les comptes nationaux – ; (iii) la consolidation des données en comptabilité de groupe ; (iv) la méthode de valorisation des stocks – aux coûts historiques en comptabilité de groupe *vs.* à la valeur de marché en comptabilité nationale (Commissariat général du Plan, 2002b). Pour effectuer ces tests, nous employons l'estimateur GMM – Méthode des Moments Généralisés – en première différence d'Arellano et Bond (1991) sur un panel dynamique des comptes de groupe à partir des données Worldscope (Thomson One Banker), de 1989 à 2008².

Dans le cadre des tests économétriques sur les comptes nationaux, le premier élément – l'exhaustivité des données – permet de tester l'hypothèse selon laquelle les stratégies de maximisation du rendement pour l'actionnaire qui ont des conséquences négatives sur les débouchés des entreprises, ont en retour un impact dépressif sur l'investissement. Les tests en panel sur les comptes des groupes cotés nous permettent de tirer partie des trois autres éléments. À travers ces tests, nous avons notamment la possibilité : (i) de tester directement le lien entre la rentabilité financière comptable obtenue à court terme et les stratégies d'investissement et de financement, ce qui n'est pas possible en comptabilité nationale en raison de la valorisation des stocks au prix de marché et de la non-consolidation des données ; (ii) de tester l'impact des projets de fusion-acquisition sur les stratégies de financement sans être confronté là encore aux problèmes de non-consolidation des comptes ; (iii) de vérifier les similitudes et les disparités entre le comportement des grandes entreprises et celui de l'ensemble des entreprises, avec en particulier la question de l'influence directe des actionnaires sur les dirigeants des grandes entreprises et de l'internationali-

2. Cette base de données est en effet largement incomplète avant 1989.

sation des grands groupes ; et enfin (iv) de contrôler l'absence de biais sectoriel dans les comportements stratégiques des groupes.

Nous concluons dans une 4^e et dernière section sur les enseignements des différents tests et sur la complémentarité de nos estimations économétriques.

1 Modélisation de l'investissement et financement de l'activité dans un cadre post-keynésien de type Stock-Flux Cohérent

Pour réaliser une estimation du comportement des entreprises françaises en termes de stratégie de croissance et de financement dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé, nous établissons tout d'abord un modèle de croissance post-keynésien « stock-flux cohérent ». Ce cadre nous permet de définir les équations de comportement des entreprises et de mieux en comprendre les implications macroéconomiques. Nous décrivons tout d'abord la structure de ce modèle simple et les équations de base (1.1). Nous précisons ensuite les équations qui définissent (i) les stratégies de croissance des entreprises (1.2) ; et (ii) leur choix de financement qui assure le bouclage du modèle (1.3). Ce modèle est particulièrement adapté aux estimations sur données de comptabilité nationale puisque dans ce dernier cadre, les comptes sont bouclés – i.e. la matrice des flux entre agents est complète. Une modification de certaines hypothèses sera de ce fait nécessaire dans le cadre des estimations en panel.

1.1 Un cadre SFC post-keynésien simplifié

Nous retenons un cadre « Stock-Flux cohérent » (SFC) pour une économie fermée avec trois secteurs institutionnels : ménages, entreprises et banques (Clévenot *et al.*, 2012). Nous présentons dans le tableau 6.2 les stocks agrégés d'actifs et de passifs de ces secteurs. Le tableau 6.1 contient les flux courants associés aux stocks précédents.

Les ménages placent leur richesse en dépôt auprès des banques ou en actions. Ils reçoivent des salaires de la part des entreprises, des revenus d'intérêts en provenance des

banques et des dividendes de la part des banques et des entreprises. Ils utilisent leurs revenus pour consommer et épargner. Ils n'acquièrent pas de biens immobiliers et n'ont pas la possibilité de s'endetter.

Les entreprises financent leur croissance interne et leur croissance externe sur la base d'endettement, d'émission d'actions et d'autofinancement – i.e. les profits retenus. Elles utilisent le revenu de leurs ventes pour payer les salaires, les dividendes et les intérêts sur leur dette passée, retenant le solde pour financer leur investissement.

Les banques collectent les dépôts des ménages et effectuent des crédits auprès des entreprises. Elles reçoivent des intérêts sur leurs crédits et les utilisent pour payer les intérêts sur les dépôts des ménages. Elles distribuent l'intégralité de leurs revenus d'intérêts, de telle façon que leur richesse nette est nulle. Dans cette approche de type SFC, les flux d'épargne et les gains en capital affectent les stocks de fin de période, qui, en retour, affecte les flux de la période suivante, comme on le voit dans le tableau 6.1.

TABLEAU 6.1 – Bilan agrégé des secteurs institutionnels

	Ménages	Entreprises	Banques	Total
Capital		$+p_k K$		$+p_k K$
Dépôts	$+D$		$-D$	0
Dette		$-L$	$+L$	0
Actions	$p_e E_h$	$p_e E_e - p_e E$		0
Richesse nette	V_h	V_f	0	$-p_k K$

Source : Clévenot *et al.* (2012), modifications pour les besoins de ce chapitre.

p_e = indice de prix des actions ; E = stock d'action en volume, $p_e E_h$ = actions détenues par les ménages, $p_e E_e$ = actions détenues par les entreprises, $p_e E$ = stock d'actions émises, p = indice de prix de la valeur ajoutée, supposée ici constant ; pY = valeur ajoutée, pC = consommation, $p_k K$ = stock de capital fixe, p_k indice de prix du stock de capital fixe, L dépôts des ménages et D crédits accordés aux entreprises.

Nous établissons un certain nombre d'équations qui respectent dans les grandes lignes les préceptes post-keynésiens portant sur la demande globale et la distribution des revenus. La fonction de consommation des ménages est de forme classique. Les ménages consomment en fonction des salaires et des revenus financiers qu'ils perçoivent – la propension à consommer ces différents revenus étant unique – et contient un effet de richesse α (équation 1.1). La part des salaires est constante (équation 1.4). La part des profits retenus – et par dé-

TABLEAU 6.2 – Transactions courantes et flux de trésorerie

	Dépenses ou emploi des fonds			Recettes ou sources des fonds			
	Ménages	Entreprises	Banques	Ménages	Entreprises	Banques	
Biens	pC		$p_k \Delta K$		pY		
Salaires		W		W			
Intérêts		$i_l L_{-1}$					$i_l L_{-1}$
			$i_d D_{-1}$	$i_d D_{-1}$			
Dividendes		Div	F_b	$Div_h + F_b$	Div_e		
Épargne	S_h	F_u	0				
				S_h		F_u	0
Δ Dépôts	ΔD						ΔD
Δ Dette			ΔL			ΔL	
Δ Actions	$p_e \Delta E_h$	$p_e \Delta E_e$			$p_e \Delta E$		
Δ Richesse nette				$\Delta V_h =$		$\Delta V_f = F_u$ $+ E_{e-1} \times \Delta p_e$ $- E_{-1} \Delta p_e$	0

Source : Clévenot *et al.* (2012), modifications pour les besoins de ce chapitre.

p_e = indice de prix des actions; E = stock d'action en volume, $p_e \Delta E_h$ = acquisitions d'actions par les ménages, $p_e \Delta E_e$ = acquisition d'actions par les entreprises, $p_e \Delta E$ = émission d'actions des entreprises, p = indice de prix de la valeur ajoutée, supposée ici constant; pY = valeur ajoutée, pC = consommation, $p_k \Delta K$ = acquisition de capital fixe, ΔL = flux d'endettement des entreprises, D = nouveaux dépôts des entreprises, F_u = autofinancement des entreprises, Div_h = dividendes reçus par les ménages, Div_e = dividendes reçus par les entreprises, Div = dividendes versés par les entreprises, F_b = dividendes versés par les banques, S_h = épargne des ménages, i_l = taux d'intérêt sur les crédits et i_d = taux d'intérêt sur les dépôts.

duction les dividendes versés – dépend uniquement du taux d'épargne s_f (équation 1.5) dans le cas des entreprises et est égale à zéro dans le cas des banques (équation 1.6). La part des actions que les ménages possèdent détermine quant à elle la part des dividendes distribués qu'ils perçoivent (équations 1.7, 1.8 et 1.9). Les autres équations sont des équations d'identités (1.2 et 1.3) ou de définition de ratio pour le taux de profit (1.10), le taux d'utilisation des capacités (1.11) et la demande globale (1.12).

$$pC = c \cdot (W + i_d D_{-1} + Div_h + F_b) + \alpha V_{h-1} \quad (1.1)$$

$$S_h = W + i_d D_{-1} + Div_h + F_b - pC \quad (1.2)$$

$$W + i_l L_{-1} + Div + F_u = pY \quad (1.3)$$

$$\frac{W}{pY} = \lambda \quad (1.4)$$

$$F_u = s_f \cdot (pY - W - i_l L_{-1}) \quad (1.5)$$

$$F_b = i_l L_{-1} - i_d D_{-1} \quad (1.6)$$

$$Div_h = Div \cdot \left(\frac{E_h}{E}\right) \quad (1.7)$$

$$E = E_h + E_e \quad (1.8)$$

$$Div = Div_h + Div_e \quad (1.9)$$

$$R = \frac{pY - W}{p_k K_{-1}} \quad (1.10)$$

$$u = \frac{Y}{K_{-1}} \quad (1.11)$$

$$pY = pC + p_k \Delta K \quad (1.12)$$

Pour ce qui concerne le comportement financier des ménages et à la suite de Godley et Lavoie (2007), nous considérons que les ménages partagent leur richesse entre dépôts et achats d'actions en fonction du rendement relatif de ces deux actifs, respectivement le taux d'intérêt i_l et le rendement de leurs actions r_{e_h} (équations 1.13 et 1.14, $p_e E_h^d$ étant le stock d'actions détenues par les ménages). Ce taux de rendement des actions est égal à la somme des dividendes et des gains en capital divisée par le stock des actions émises en valeur (équation 1.15). Enfin, l'accroissement de la valeur de la richesse des ménages est donnée par leur contrainte de budget (équation 1.16) qui est fonction de l'épargne supplémentaire et de l'effet de valorisation du stock d'actions.

$$p_e E_h^d = V_h \cdot (\beta_0 - \beta_1 i_d + \beta r_e) \quad (1.13)$$

$$D = V_h - p_e E_h^d = V_h \cdot (1 - \beta_0 + \beta_1 i_d - \beta_2 r_e) \quad (1.14)$$

$$r_{e_h} = \frac{(Div_h + E_{h-1} \Delta p_e)}{p_e E_{h-1}} \quad (1.15)$$

$$\Delta V_h = \Delta D + p_e \Delta E_h + E_{h-1} \Delta p_e = S_h + E_{h-1} \Delta p_e \quad (1.16)$$

1.2 Stratégies de croissance dans le cadre du modèle SFC

Le principal ajout de notre part aux modèles de type Godley-Lavoie porte sur la question de l'arbitrage des entreprises entre croissance interne et croissance externe – cette dernière étant étudiée à travers la notion plus large de l'investissement financier³ – et sur le rôle que joue le rendement des actions.

La fonction d'investissement est de type néo-kaleckienne. Ainsi, le taux d'accumulation de nouveaux biens en capital fixe dépend du taux de profit, du taux d'utilisation des capacités, du taux d'endettement – avec un rôle positif de l'effet de levier ou un rôle négatif du principe du risque croissant (Kalecki, 1937b) – et négativement du taux d'intérêt (équation 1.17). Il dépend également, dans notre optique, du taux de rendement des actions r_{ee} (équation 1.18), qui est le TSR – *Total Shareholder Return* – des actions émises. Par ce biais, nous cherchons à évaluer deux phénomènes que nous avons évoqués au cours des chapitres précédents : (i) la supplantation de la croissance interne par des stratégies de croissance externe au cours des phases d'emballement des cycles financiers ; et (ii) la tendance dépressive du régime d'accumulation financiarisé.

$$\frac{\Delta K}{K_{-1}} = g_0 + g_1 u + g_2 R - g_3 i_l + g_4 \frac{L_{-1}}{p_k K_{-1}} - g_5 r_{ee} \quad (1.17)$$

$$r_{ee} = \frac{(Div_e + E_{e(-1)} \Delta p_e)}{(p_e E_e)_{-1}} \quad (1.18)$$

À travers l'introduction de ce paramètre, on peut en effet tester dans quelle mesure le fort rendement des actions conduit les entreprises à renoncer à certains projets de croissance interne pour lancer des projets de fusion-acquisition.

On peut par ailleurs estimer les conséquences des exigences actionnariales sur la sélectivité des projets de croissance interne. Selon notre analyse théorique et empirique, ces exigences pèsent négativement sur l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe, du fait de la hausse de la distribution de revenus financiers et du risque qui s'ensuit d'une déception des attentes de profit des entrepreneurs.

Pour pouvoir étudier les stratégies de croissance externe des entreprises – et plus largement d'investissement financier –, nous introduisons une équation de demande d'actions,

3. Comme expliqué plus haut, dans notre vocabulaire, l'investissement financier regroupe les opérations de croissance externe et les acquisitions minoritaires d'actions.

qui reflète le taux d'accumulation financier (équation 1.19). Dans cette équation, le taux de rendement des actions influence l'accumulation financière, tout comme le ratio d'endettement, en raison de la recherche de l'effet de levier financier le plus élevé possible. Le taux d'intérêt i_t a par ailleurs un impact négatif et le taux de profit un effet positif. Enfin, la contrainte de budget des entreprises détermine leur richesse, qui est égale à la somme du profit retenu et des gains en capital sur les actions détenues, diminuée de la valorisation des actions émises (équation 1.20).

$$\frac{p_e \Delta E_e}{p_e E_{e(-1)}} = f_0 + f_1 r_{ee} + f_2 \frac{L_{-1}}{p_k K_{-1}} + f_3 R - f_4 i_t \quad (1.19)$$

$$\Delta V_f = p_k \Delta K + p_e \Delta E_e - \Delta L - p_e \Delta E + E_{e-1} p_e - E_{-1} p_e = F u + E_{e-1} \Delta p_e - E_{-1} \Delta p_e \quad (1.20)$$

1.3 Financement de l'activité des entreprises et bouclage du modèle

On peut enfin considérer deux types de bouclage pour ce modèle : un bouclage par le comportement d'endettement – i.e. avec une fonction explicite de demande d'actions – (1.3.1) ; ou un bouclage par l'émission d'actions – i.e. avec une fonction explicite de demande de crédit des entreprises – (1.3.2).

1.3.1 Bouclage du modèle par la dette

Selon Godley et Lavoie (2001-02), Godley et Lavoie (2007) et Taylor (2004)⁴ – Taylor 1 ci-après –, les entreprises financent un pourcentage fixe x de leur investissement par l'émission de nouvelles actions (équation 1.21). Cette hypothèse se rapproche des travaux de Kaldor (1966) sur la question. Dans le même ordre d'idée, Dos Santos et Zezza (2008) adoptent quant à eux une hypothèse assez proche selon laquelle les entreprises conservent un taux fixe χ entre le stock d'actions émises et le stock de capital fixe (équation 1.22). Selon ces auteurs, une telle hypothèse est conforme aux enseignements nouveaux keynésiens⁵.

$$p_e \Delta E^s = x(p_k \Delta K) \quad (1.21)$$

$$E^s = \chi K \quad (1.22)$$

4. Taylor (2004), p. 273.

5. À ce sujet, cf. chapitre 1.

Par hypothèse, le prix p_e des actions équilibre l'offre E^s et la demande E^d sur les marchés boursiers. De ce fait, l'égalité (1.23) permet de déterminer p_e . On définit par ailleurs le taux de rendement des actions émises par les entreprises r_e (équation 1.24).

$$E^s = E^d \quad (1.23)$$

$$r_e = \frac{(Div + E_{-1}\Delta p_e)}{(p_e E)_{-1}} \quad (1.24)$$

La demande de crédit bancaire dépend de leur contrainte budgétaire :

$$\Delta L^d = p_k \Delta K + p_e \Delta E_e - Fu - p_e \Delta E \quad (1.25)$$

Nous supposons enfin que les banques sont passives et fournissent aux entreprises l'intégralité des crédits qu'elles demandent (équation 1.26). Dans ce système bancaire, l'offre de monnaie est endogène, avec les dépôts détenus par les ménages au passif des banques et les crédits aux entreprises à leur actif (équation 1.27). Les banques distribuent l'intégralité de leur profit⁶ et leur richesse nette est nulle. Elles fixent par ailleurs le taux d'intérêt sur les crédits i_l par le biais d'un *mark-up* sur le taux d'intérêt des dépôts i_d , ce dernier étant admis comme exogène et déterminé par la politique monétaire (équation 1.28).

$$L^s = L^d \quad (1.26)$$

$$L = D \quad (1.27)$$

$$i_l = (1 + m) \cdot i_d \quad (1.28)$$

1.3.2 Bouclage du modèle par l'émission d'actions

Dans ses travaux portant sur la modélisation des cycles financiers minskyens, Taylor (2004)⁷ – Taylor 2 – propose d'introduire une demande de crédit des entreprises, avec un effet négatif du taux d'intérêt et un effet positif du taux de profit attendu $R^e = R + \rho$, où R est le taux de profit constaté et ρ un indicateur de confiance dans les affaires.

$$\frac{L^d}{p_k K_{-1}} = \alpha_0 - \alpha_1 i_l + \alpha_2 R^e \quad (1.29)$$

6. On peut par ailleurs montrer que les revenus financiers perçus par les ménages sont égaux à la somme des dividendes Div_h que leur distribuent les entreprises, d'une part, et des intérêts que ces mêmes entreprises versent aux banques, pondérés par le mark-up m , d'autre part (voir équation 1.28). En d'autres termes, on a $(i_d D_{-1} + Div_h + F_b) = i_d D_{-1} \cdot (1 + m)$.

7. Taylor (2004), p. 299.

$$R^e = R + \rho \quad (1.30)$$

Dans ce cadre, ce sont les émissions d'actions qui permettent le bouclage du modèle. On les définit de ce fait comme le résidu de la contrainte de budget de l'entreprise :

$$p_e \Delta E^s = p_k \Delta K + p_e \Delta E_e - Fu - \Delta L^d \quad (1.31)$$

L'équation (1.23) détermine toujours le prix des actions p_e . Le reste du modèle est inchangé, les banques accordant aux entreprises tous les crédits qu'elles souhaitent (équations 1.26 à 1.28).

En dépit de la différence dans le bouclage, les deux modèles sont relativement proches. Dans le premier, on obtient la demande de crédit bancaire des entreprises en tant que résidu de leur contrainte budgétaire (équation 1.20). Cette demande peut être réécrite comme suit :

$$\frac{\Delta L^d}{p_k K_{-1}} = \frac{\Delta K}{K_{-1}} + \frac{p_e \Delta E_e}{p_k K_{-1}} - \frac{p_e \Delta E}{p_k K_{-1}} - \frac{Fu}{p_k K_{-1}} \quad (1.32)$$

En substituant le taux d'accumulation (équation 1.17), le taux d'accumulation financière (équation 1.19), les profits distribués (équation 1.5) et les actions nouvellement émises (équation 1.21), on peut réécrire la demande de crédit bancaire des entreprises du modèle précédent de la façon suivante :

$$\frac{\Delta L^d}{p_k K_{-1}} = h_0 + h_1 u + h_2 R - h_3 i_l + h_4 r_{ee} \quad (1.33)$$

Les équations (1.29) et (1.33) sont proches. Dans les deux modèles, la demande de crédit des entreprises inclut un effet positif du taux de profit R et un effet négatif du taux d'intérêt. Dans le premier modèle, la demande de crédit est un simple résidu de la contrainte budgétaire des entreprises (équation 1.32 ou 1.33). Dans le second modèle, on définit explicitement une fonction de demande de crédit avec, de ce fait, des émissions d'actions définies en tant que résidu. La principale différence avec la formulation de Taylor 2 porte sur la demande de crédit dans le premier bouclage qui dépend positivement du taux de rendement financier, reflétant l'intérêt d'un recours élevé à l'effet de levier dans les stratégies qui visent à accroître la valeur actionnariale. Par conséquent, il est aussi possible d'introduire cette notion dans une fonction explicite de demande de crédit des entreprises.

Dans un troisième modèle portant sur la question de la monnaie endogène à travers le crédit bancaire, Taylor (2004)⁸ – Taylor 3 – émet l'hypothèse d'une demande de crédit telle que :

$$\frac{L^d}{p_k K_{-1}} = f^d(i_l, g) \quad (1.34)$$

Dans cette équation, le taux d'accumulation $g = \frac{\Delta K}{K_{-1}}$ a une influence positive sur la demande de crédit et le taux d'intérêt une influence négative. Cette spécification est proche des deux premières (1.29) et (1.33). Toutefois, le cadre général de ce modèle Taylor 3 est très différent du nôtre. Il comprend en effet une offre de crédit des banques, un taux d'intérêt endogène qui égalise offre et demande de crédit, les entreprises ne détenant aucune action. Nous ne développons pas ce modèle plus avant et nous ne conservons que l'idée de cette fonction de demande de crédit.

En conclusion, nous pouvons utiliser alternativement les équations d'émission d'actions et de demande de crédit pour boucler la partie financement d'un modèle post-keynésien de croissance. Cependant, la spécification adoptée demeure relativement simple.

2 Comportement d'investissement et de financement des entreprises résidant sur le territoire français depuis le début des années 1980 : une analyse VECM

Nous réalisons dans cette section des modèles VECM du comportement d'investissement et de financement des sociétés non financières en France, à partir des données de comptabilité nationale. Nous spécifions tout d'abord le cadre empirique et économétrique de nos estimations (2.1). Nous présentons ensuite les résultats de ces estimations (2.2).

2.1 Spécification empirique

La spécification empirique de nos tests économétriques sur les données de comptes nationaux repose (i) sur une description précise des équations testées et de leurs fondements

8. Taylor (2004), p. 267.

(2.1.1) ; et (ii) sur l'explication du choix de la méthode VECM à laquelle nous avons recours, ainsi que de son intérêt compte tenu des propriétés des variables que nous testons (2.1.2).

2.1.1 Équations de comportement des entreprises françaises

Nous présentons ci-dessous les équations de comportement que nous testons pour l'ensemble des entreprises françaises sur les données annuelles de la comptabilité nationale pour la période 1978-2008, avec dans l'ordre : l'acquisition de capital fixe (2.1.1.a), l'investissement financier (2.1.1.b), l'émission d'actions (2.1.1.c) et la demande d'endettement (2.1.1.d).

2.1.1.a Croissance interne

Nous analysons l'accumulation de nouveaux biens d'équipement d'un point de vue kaleckien (Kalecki, 1954). Dans ce cadre, le principal déterminant de l'investissement est le taux de profit, avec un effet positif d'accélérateur ($a_1 > 0$). Nous introduisons par ailleurs le ratio d'endettement dans l'équation et nous attendons un effet positif compte tenu de la tendance des dirigeants à faire jouer l'effet de levier ($a_2 > 0$), comme le décrit le modèle de Minsky (1986). Le ratio d'endettement que nous introduisons correspond à la part de la dette financière nette⁹ dans le stock de capital fixe. Nous excluons volontairement tout ratio d'endettement incluant les fonds propres : les problèmes de valorisation et de consolidation que pose cet élément des comptes de patrimoine en comptabilité nationale sont en effet rédhibitoires à l'obtention de résultats pertinents. Nous examinons la possibilité d'un effet de demande à travers un accélérateur de demande traditionnel ($a_3 > 0$), ou à travers un effet à court terme du taux d'utilisation de capacité (TUC). Pour finir, nous introduisons le coût de la dette, mesuré par le taux d'intérêt réel à long terme, dont nous attendons un effet négatif sur l'accumulation de nouveaux biens d'équipement ($a_4 > 0$).

L'introduction des variables financières nous permet de décrire l'impact sur l'accumulation de capital fixe de la norme de rentabilité financière que les actionnaires imposent. Compte tenu des caractéristiques des comptes nationaux de l'INSEE – la revalorisation des stocks au prix de marché et la non-consolidation –, il n'est toutefois pas possible de tester directement la conséquence des stratégies qui visent à accroître la rentabilité financière obtenue à court terme de l'entreprise. Le calcul de ce dernier ratio repose en effet

9. La dette financière nette correspond à la dette financière diminuée des créances financières nettes.

sur un certain nombre de retraitements, que nous ne jugeons pas propices à l'estimation économétrique. Le recours au rendement des actions r_{ee} ¹⁰ élimine de fait ces problèmes de comptabilité. Il suppose en revanche de faire l'hypothèse forte que les entreprises suivent des stratégies de création de valeur actionnariale, équivalente au modèle EVA (Mottis et Ponssard, 2000).

Nous supposons en effet que les entreprises, après avoir pris la mesure de la rentabilité moyenne des actions émises à travers le TSR, se donnent pour objectif de « surperformer » le marché, c'est-à-dire d'obtenir une valeur de leurs actions à l'origine d'un TSR supérieur à la moyenne. Pour ce faire, elles privilégient en particulier les projets d'investissement les plus rentables et accroissent parallèlement le taux de distribution des profits¹¹. Compte tenu de la composition de l'échantillon sur données de comptabilité nationale, cette hypothèse est particulièrement forte. Nous nous reposons essentiellement sur l'internalisation de la minimisation des coûts et de la maximisation de la rentabilité des investissements qui se diffusent à un très grand nombre d'entreprises, pour peu qu'elles fassent partie intégrante d'un groupe.

Nous nous attendons à ce que le signe du coefficient sur le ratio r_{ee} soit négatif ($a_5 < 0$) dans l'équation définissant le comportement de croissance interne. Les pics de rendement des actions incitent les dirigeants (i) à accroître la sélectivité de l'investissement pour atteindre au minimum le rendement de l'ensemble des actions détenues par les actionnaires, ou (ii) à lancer des projets d'investissements financiers (croissance externe et investissements financiers minoritaires), aux dépens de l'accumulation de capital fixe. Nous estimons ces trois spécifications :

$$\text{Log}K = a_0 + a_1R + a_2i_a + a_3r_{ee} \quad (2.1)$$

$$\text{Log}K = a_0 + a_1R + a_2i_a + a_4\frac{L_{-1}}{P} + a_5U \quad (2.2)$$

$$\text{Log}K = a_0 + a_2i_a + a_5\text{Log}Y \quad (2.3)$$

Avec $a_1 > 0$, $a_2 < 0$, $a_3 > 0$, $a_4 < 0$ ou $a_4 < 0$ et $a_5 > 0$.

$R = \frac{P}{(p_k K)_{-1}}$, Y = valeur ajoutée des entreprises, P = profit brut, $\frac{L_{-1}}{P}$ = dette financière

10. Pour une représentation graphique du taux de rendement des actions émises et détenues, voir l'annexe D.1.

11. cf. chapitre 2.

nette retardée d'une période et rapportée au profit brut, i_a = taux d'intérêt apparent réel, U = taux d'utilisation des capacités de production.

Nous ajoutons à cela deux remarques. En premier lieu, à travers le recours à un modèle vectoriel à correction d'erreurs, nous obtenons une spécification plus traditionnelle de l'investissement à travers le taux d'accumulation $\Delta \text{Log}K = \frac{\Delta K}{K_{-1}}$. En second lieu, comme nous l'avons expliqué plus haut, les propriétés statistiques du taux de rendement sur les actions r_{ee} et du taux d'utilisation des capacités de production nous interdisent l'inclusion de ces variables dans l'estimation de la relation de long terme. Nous ne pouvons les introduire que dans la dynamique de court terme de retour vers l'équilibre, ce qui demeure une limite à nos tests.

2.1.1.b Investissement financier

Nous analysons la stratégie de croissance externe à travers le flux d'investissement financier¹² et le taux d'accumulation financier. Trois variables déterminent l'évolution du flux d'investissement financier : (i) le taux de rendement des actions dont on s'attend à ce qu'il joue positivement, puisque la rentabilité des actions doit inciter les dirigeants à accroître en particulier leurs projets de croissance externe, pour accroître la valeur actionnariale de l'entreprise ($b_2 > 0$) ; (ii) le taux de profit global a également une influence positive, dès lors qu'une affluence de moyens financiers au sein des entreprises facilite l'emballlement des projets de croissance externe ($b_1 > 0$) ; et, (iii) le coût de la dette dont on s'attend à ce qu'il joue un rôle négatif ($b_3 < 0$) :

$$\text{Log } p_e \Delta E_e = b_0 + b_1 R + b_2 r_{ee} + b_3 i_l \quad (2.4)$$

Avec $b_1 > 0$, $b_2 > 0$, $b_3 > 0$.

$p_e \Delta E_e$ = flux d'actions acquises, i_l = taux d'intérêt réel à long terme.

Aucun ratio d'endettement ne ressort de façon significative dans l'équation portant sur le flux d'investissement financier. Pour remédier à ce problème, nous testons le lien entre le taux d'accumulation financier et le ratio d'endettement, mesuré par le rapport entre la dette financière nette et le stock de capital fixe, afin de contrôler l'éventuel impact positif

12. Le recours à une modélisation VECM du logarithme du flux d'investissement financier permet l'étude d'une spécification du taux de croissance de l'investissement financier tel que $\frac{p_e \Delta E_e}{(p_e \Delta E_e)_{-1}}$.

de la recherche de l'effet de levier sur l'acquisition d'actifs financiers.

$$\frac{p_e \Delta E_e}{p_e E_{e-1}} = c_0 + c_1 \frac{L}{p_k K} + c_2 r_{ee} \quad (2.5)$$

Avec $c_1 > 0$ ou $c_1 < 0$, $c_2 > 0$.

$\frac{p_e \Delta E_e}{p_e E_{e-1}}$ = taux d'accumulation financier et $\frac{L}{p_k K}$ = ratio de l'endettement financier net sur le stock de capital fixe.

Comme dans le cas de la croissance interne, les propriétés statistiques du taux de rendement des actions ne nous permettent pas d'inclure cette variable dans l'évaluation de la relation de moyen terme, mais seulement dans la dynamique de court terme.

2.1.1.c Émission d'actions

Les émissions d'actions sont un territoire que peu d'auteurs explorent d'un point de vue économétrique. Nous pouvons étudier deux types de spécification, en nous concentrant soit sur les émissions d'actions, soit sur le stock total des actions émises par les entreprises.

Dans une première simplification du modèle de Godley et Lavoie (2001-02), ou de Taylor 1 (équation 1.21), les dirigeants peuvent décider de maintenir un ratio constant entre les actions qu'ils décident d'émettre et la croissance interne qu'ils financent. Toutefois, les entreprises ne financent pas uniquement leurs acquisitions de nouveaux biens en capital mais aussi l'investissement financier. En conséquence, il est préférable de décrire l'émission d'actions en pourcentage du total des flux d'investissement $\frac{p_e \Delta E}{p_k \Delta K + p_e \Delta E_e}$.

Les variables explicatives sont les suivantes. Nous introduisons tout d'abord le coût de la dette – le taux d'intérêt apparent des emprunts (i_a) – avec un effet positif ($d_1 > 0$), la hausse du coût de la dette conduisant les entreprises à recourir plus souvent aux émissions d'actions pour financer les dépenses d'investissement. Le prix relatif des actions par rapport au prix des actifs fixes ($\frac{p_e}{p_k}$) fluctue largement au gré des phases d'emballement et de recul des marchés financiers. Nous l'introduisons de ce fait en tant que variable explicative ($d_2 > 0$) pour capter la tendance porteuse des marchés financiers et l'incitation qui en découle pour les entreprises à émettre des actions.

Nous estimons la spécification suivante :

$$\frac{p_e \Delta E}{p_k \Delta K + p_e \Delta E_e} = d_0 + d_1 i_a + d_2 \frac{p_e}{p_k} \quad (2.6)$$

Avec $d_1 > 0$, $d_2 > 0$.

$p_e \Delta E$ = actions nouvellement émises, $p_k \Delta K + p_e \Delta E_e$ = investissement total des entreprises, i_a = taux d'intérêt apparent réel, $\frac{p_e}{p_k}$ = prix relatif des actions et du stock de capital fixe.

Concernant le stock des actions émises, il est également préférable, dans le cadre des comptes de patrimoine, de les mesurer en proportion du total du passif – ou du total de l'actif – et non uniquement du stock de capital fixe, comme le proposent Dos Santos et Zezza (2008) dans leur modèle théorique.

Le ratio du stock des actions émises et du total du passif $\frac{p_e E}{L+OF}$ est déterminé par le même ensemble de variables que dans le cas des actions nouvellement émises, auxquelles nous ajoutons le taux de profit en tant que signal positif de rentabilité de l'entreprise pour les actionnaires selon les principes nouveaux keynésiens :

$$\frac{p_e E}{L + OF} = e_0 + e_1 i_l + e_2 \frac{p_e}{p_k} + e_3 R \quad (2.7)$$

Avec $e_1 > 0$, $e_2 > 0$ et $e_3 > 0$.

$\frac{p_e E}{L+OF}$ = ratio du stock d'actions émises et du total du passif, $OF = p_e E + L + NW$ = fonds propres au sens de la comptabilité nationale, NW = Valeur nette ou écart entre actif en valeur de marché et passif en valeur de marché¹³.

Ces spécifications sont conformes à celles que la Banque de France utilise dans son modèle macroéconométrique durant les années 1990 (Banque de France, 1993). Dans ce modèle, le coût de différents modes de financement alternatifs détermine sur le long terme les émissions d'actions. Pour nous approcher de ce modèle, nous tentons quant à nous d'introduire la rentabilité des actions émises r_e dans l'attente d'un impact négatif de sa part sur ces émissions. Dans ce cadre, une rentabilité élevée des actions joue en tant que coût des actions émises et incite les dirigeants à réduire le financement de l'investissement par ce biais. Toutefois, ce ratio se révèle finalement non significatif. La structure du passif – i.e. la part des actions dans le passif – dépend de deux séries de facteurs. Une élévation du coût de la dette encourage les entreprises à accroître le financement par l'émission d'actions. Les entreprises sont également sensibles à leur taux de profit. Un accroissement de ce dernier

13. Pour plus de précisions au sujet de la valeur nette, voir l'annexe D.2.

les encourage à financer de façon croissante l'investissement sur la base d'une émission d'actions, car il assure que les actionnaires ne percevront pas ces émissions comme un signal négatif sur la santé financière de l'entreprise, conforme aux enseignements nouveaux keynésiens.

2.1.1.d Financement par la dette et norme d'endettement

L'estimation de la demande d'endettement est plus traditionnelle dans la modélisation macroéconométrique. Nous proposons toutefois des spécifications particulières. Les trois principaux déterminants sont : (i) le taux d'intérêt réel à long terme (i_l) avec un impact négatif ($g_1 < 0$ et $h_1 < 0$) ; (ii) le taux de rendement des actions (r_{ee}) avec un effet positif, un taux de rendement plus élevé sur les actions incite les entreprises à emprunter plus et émettre moins d'actions ($g_2 > 0$) ; (iii) le taux de profit (R), avec un effet plus ambiguë. Cet effet peut être positif selon Taylor (2004) et dans une perspective minskyenne, mais également négatif si le recul du profit réduit l'autofinancement disponible et incite les dirigeants à emprunter plus ($g_3 > 0$ et $h_2 > 0$, ou < 0).

Nous décrivons la demande de dette en termes de ratio de l'endettement net rapporté au stock de capital fixe ($\frac{L}{p_k K}$), ou en termes de capacité de remboursement, mesurée par le stock de dette financière nette à la période précédente, rapporté au profit ($\frac{L_{-1}}{P}$). Ceci nous conduit respectivement à l'estimation de ces deux relations :

$$\frac{L}{p_k K} = g_0 + g_1 i_l + g_2 r_{ee} + g_3 R \quad (2.8)$$

$$\frac{L_{-1}}{P} = h_0 + h_1 i_l + h_2 R \quad (2.9)$$

Avec $g_1 < 0$, $g_2 > 0$, $g_3 > 0$ ou < 0 ; $h_1 < 0$, $h_2 > 0$ ou < 0 .

Il convient ici de préciser que contrairement au modèle théorique de la première section, la dette nette L contient les titres de dette que les entreprises émettent sur les marchés financiers, en sus de la dette bancaire. Nous évitons par ailleurs le recours à un ratio rapportant la dette aux fonds propres, du fait de la réévaluation de ces derniers en comptabilité nationale au prix de marché, cette réévaluation conduisant à une large sous-évaluation du ratio d'endettement en fin de période.

Comme évoqué plus haut, ces spécifications sont conformes à l'approche en termes de norme d'endettement des entreprises, que nous interprétons sous la forme d'une équation

réduite, qui résulte à la fois du comportement des banques et des entreprises (Banque de France, 1993). Les banques imposent un taux d'endettement maximum pour faire face au risque d'insolvabilité. Les actionnaires souhaitent quant à eux une rentabilité financière la plus élevée possible et que les dirigeants recherchent à travers l'effet de levier (Aglietta et Breton, 2001).

2.1.2 Modélisation VECM

Pour estimer nos différentes spécifications, nous avons recours à des Modèles Vectoriel à Correction d'Erreurs (VECM). La réalisation de tests ADF sur chacune des variables de nos modèles montre en effet la présence d'une racine unitaire dans la majorité des cas¹⁴. Seuls les ratios de rentabilité des actions (r_{ee} et r_e), l'indice de prix de la valeur ajoutée brute (p) et le TUC (U) sont stationnaires. En d'autres termes, la plupart des variables sont intégrées d'ordre 1 – $I(1)$ –, c'est-à-dire non stationnaires en niveau, mais stationnaires en première différence. Une régression qui porte sur plusieurs variables de ce type peut conduire à des résultats erronés, car elle peut ne capter qu'une simple corrélation entre ces variables affectées d'une tendance commune.

Dans ce cadre, il convient d'isoler le ou les vecteurs de cointégration, s'il(s) existe(nt), pour pouvoir déterminer les véritables relations qui existent entre les variables (Thomas, 1997 ; Bourbonnais, 2005 ; Kennedy, 2008). Pour ce faire, nous construisons pour chacune de nos estimations un modèle de type VECM qui relie la différence première de la variable expliquée à la différence première des variables explicatives de type $I(1)$ – et de ce fait stationnalisées –, ainsi qu'à la valeur retardée en niveau de ces mêmes variables endogènes.

La première étape consiste à estimer le nombre de relations de cointégration dans chacune des spécifications que nous souhaitons régresser¹⁵. Nous réalisons cette estimation sur la base des tests de cointégration de Johansen : le test de la Trace et le test de la Valeur Propre Maximale. Toutefois, les statistiques obtenues par ces tests de cointégration sont connues pour souffrir d'un biais de petit échantillon¹⁶. Compte tenu de la taille restreinte de notre propre échantillon et pour éviter ce problème, nous pondérons les statistiques des deux tests de cointégration par un coefficient de correction du biais de petit échantillon,

14. Les tests ADF sont présentés dans l'annexe D.3.

15. Nous réalisons l'ensemble de nos estimations VECM sur données de comptes nationaux à partir du logiciel Eviews 5.0.

16. Pour éviter ce problème, la taille T de l'échantillon doit être telle que $T > 300$ (Kennedy, 2008).

TABLEAU 6.3 – Tests de cointégration : le test de la Trace

<i>Eq.</i>	<i>Nombre de VC</i>	<i>Valeur Propre</i>	λ_{trace}	<i>Valeur critique au seuil de 5%</i>
(2.a)	Aucune	0.712	42.93	35.19
	Au plus 1	0.396	16.82	20.26
(2.b)	Aucune	0.732	54.1	47.86
	Au plus 1	0.568	22.52	29.8
(2.c)	Aucune	0.697	39.18	35.19
	Au plus 1	0.388	14.08	20.26
(2.d)	Aucune	0.525	24.83	24.28
	Au plus 1	0.169	6.19	12.32
(2.e)	Aucune	0.566	24.26	12.32
	Au plus 1	0.002	0.07	4.13
(2.f)	Aucune	0.599	37.83	35.19
	Au plus 1	0.357	14.94	20.26
(2.g)	Aucune	0.682	60.82	54.08
	Au plus 1	0.568	33.32	35.19
(2.h)	Aucune	0.727	35.59	35.19
	Au plus 1	0.299	9.6	20.26
(2.i)	Aucune	0.648	31.61	29.8
	Au plus 1	0.322	23.18	15.49

Notes : Les statistiques de la Trace λ_{trace} sont pondérées par l'ajustement de petit échantillon de Reinsel et Ahn (1992) et Reimers (1992).

à l'image de ce que réalisent par exemple Fernandez-Corugedo *et al.* (2003), Fischer *et al.* (2004) et Hoarau (2006) pour la construction de modèles vectoriels à correction d'erreurs portant sur différentes questions économiques¹⁷. Nous avons recours pour ce faire au coefficient de Reinsel et Ahn (1992) et Reimers (1992), qui tient compte du nombre de retards n du modèle VECM, du nombre de variables testées p et de la taille de l'échantillon T selon le ratio $\frac{T-np}{T}$. Nous présentons les résultats pour chaque équation du test de la Trace et du test de la Valeur Propre Maximale respectivement dans le tableau 6.3 et le tableau 6.4. De nombreux auteurs jugent que le test de la Trace est plus puissant que le test de la Valeur Propre Maximale (Johansen et Juselius, 1990 ; Serletis et King, 1997 ; Cadoret *et al.*, 2009). Nous retenons de ce fait le test de la Trace comme définitif lorsque les conclusions des deux tests diffèrent. Nous en déduisons la présence d'une relation de cointégration pour chaque VECM testé.

17. Fernandez-Corugedo *et al.* (2003) travaillent sur la demande de monnaie dans la zone euro. Fischer *et al.* (2004) estiment quant à eux une fonction de consommation des ménages britanniques. Enfin, Hoarau (2006) évalue les déterminants du taux de change réel du dollar australien.

TABLEAU 6.4 – Tests de cointégration : le test de la Valeur Propre Maximale

<i>Eq.</i>	<i>Nombre de VC</i>	<i>Valeur Propre</i>	λ_{max}	<i>Valeur critique au seuil de 5%</i>
(2.a)	Aucune	0.712	26.11	22.3
	Au plus 1	0.396	10.59	15.89
(2.b)	Aucune	0.732	31.58	27.58
	Au plus 1	0.568	14.46	21.13
(2.c)	Aucune	0.697	25.1	22.3
	Au plus 1	0.388	10.32	15.89
(2.d)	Aucune	0.525	18.64	17.8
	Au plus 1	0.169	4.61	11.23
(2.e)	Aucune	0.566	20.73	11.23
	Au plus 1	0.002	0.058	4.13
(2.f)	Aucune	0.599	22.89	22.3
	Au plus 1	0.357	11.04	15.89
(2.g)	Aucune	0.682	27.5	28.59
	Au plus 1	0.568	20.17	22.3
(2.h)	Aucune	0.727	26.0	22.3
	Au plus 1	0.299	7.11	15.89
(2.i)	Aucune	0.648	21.9	21.13
	Au plus 1	0.322	8.17	14.27

Notes : Les statistiques de la Valeur Propre Maximale λ_{max} sont pondérées par l'ajustement de petit échantillon de Reinsel et Ahn (1992) et Reimers (1992).

En dépit de l'existence d'une unique relation de cointégration pour chaque spécification, nous estimons les VECM à partir de la méthode du maximum de vraisemblance proposée par Johansen (1990), comme le font par exemple Fernandez-Corugedo *et al.* (2003), Fischer *et al.* (2004) et Guest et Swift (2008). Nous choisissons en effet de ne pas recourir à la méthode d'Engle et Granger (1987) pour deux raisons principales.

Premièrement, comme l'expliquent Muscatelli et Hurn (1992) et Thomas (1997), cette dernière méthode souffre d'un biais de petit échantillon. La méthode d'Engle et Granger est de type « superconvergente »¹⁸, c'est-à-dire que l'estimateur de la relation de cointégration approche de plus en plus la « vraie valeur » à mesure que la taille de l'échantillon étudié augmente. À l'inverse, selon Muscatelli et Hurn (1992), cette estimation en deux étapes sur un petit échantillon conduit à des résultats biaisés lors de l'estimation de l'équation de cointégration parce qu'elle ne tient pas compte de la dynamique de court terme. Cela n'est pas le cas de l'estimation en une étape de Johansen¹⁹.

18. « Super-consistent », (Kennedy, 2008).

19. Pour illustrer ce propos, Muscatelli et Hurn (1992) proposent une estimation portant sur la demande

Deuxièmement, certaines des variables que nous souhaitons examiner sont stationnaires en niveau – i.e. $I(0)$ – : c'est par exemple le cas de la variable clé r_{ee} (rendement des actions détenues). Nous ne pouvons introduire ce type de variable en tant que variable endogène dans nos estimations sous peine d'obtenir des résultats biaisés (Kennedy, 2008). Il nous faut les tester en tant que variables exogènes, ce qui n'est possible qu'avec la méthode du maximum de vraisemblance. Sur la base des travaux de Johansen (1990), Bourbonnais (2005) explique en effet qu'en présence de variables exogènes « *nous ne pouvons pas appliquer la méthode des MCO car nous avons des problèmes d'identification (...). Il convient alors d'employer une méthode du maximum de vraisemblance* » (p. 289).

Puisque les variables expliquées et explicatives sont intégrées et cointégrées d'ordre $(1, 1)$, il existe pour chacune de nos estimations, un modèle à correction d'erreurs du type suivant, dérivé des travaux de Johansen et Juselius (1990) :

$$\Delta y_t = \alpha A y_{t-1} + \sum_j (B_j \Delta y_{t-1}) + C x_t + \varepsilon_t \quad (2.10)$$

Le vecteur y représente l'ensemble des variables $I(1)$ endogènes et x est un vecteur de variables exogènes et stationnaires. Le coefficient α est la force de rappel – ou terme de correction d'erreur – et doit être significativement négatif, j est le nombre de retards choisi pour les modèles à correction d'erreur, ε est le résidu de l'estimation, Δ est l'opérateur de première différence, tandis que A , B et C sont des vecteurs de coefficients économétriques. Le terme $\alpha A y_{t-1}$ représente l'équation de cointégration – ou relation de long terme – et le terme $\sum_j (B_j \Delta y_{t-1})$, le modèle à correction d'erreur – ou dynamique de court terme de retour vers l'équilibre.

Puisque nous estimons nos modèles en une étape à partir de la méthode de Johansen, les variables endogènes du vecteur y sont automatiquement incluses en premières différences dans le modèle à correction d'erreurs. En outre et comme expliqué ci-dessus, nous introduisons des variables exogènes $I(0)$ dans nos spécifications. Toutefois, nous ne pouvons, par définition, introduire ces dernières dans les équations de cointégration. De ce fait, on les retrouve dans le vecteur x_t .

de monnaie au Royaume-Uni à partir d'une spécification ne comportant qu'une seule relation de cointégration, pour 88 périodes. Ils obtiennent alors des résultats bien plus robustes avec la méthode de Johansen pour l'estimation de l'équation de cointégration que ceux obtenus avec la méthode d'Engle et Granger. Fernandez-Corugedo *et al.* (2003) travaillent pour leur part sur 31 périodes et Fischer *et al.* (2004) sur 82.

Enfin, pour chaque équation, nous présentons les tests habituels de normalité, d'auto-corrélation et d'hétéroscédasticité des résidus. Nous testons l'hypothèse de la normalité à partir du test de Jarque-Berra. Le test de White nous permet de rejeter l'hétéroscédasticité des résidus et le test LM confirme l'absence d'autocorrélation. Nous déterminons le nombre de retards à partir d'une comparaison des critères LR, SIC (Schwarz), AIC (Akaike) et HQ (Hannan-Quinn) sur le modèle VAR de la relation de moyen terme. Pour chacun de nos modèles, nous choisissons alternativement un à deux retards pour les modèles de correction d'erreurs²⁰.

2.2 Résultats

Nos estimations corroborent globalement les hypothèses faites à travers le modèle SFC post-keynésien et les enchaînements que nous avons constatés au cours des précédents chapitres, qu'il s'agisse de la stratégie de croissance (2.2.1 et 2.2.2) ou de la stratégies de financement des entreprises françaises (2.2.3 et 2.2.4).

2.2.1 Croissance interne

Pour tous nos modèles, le R^2 est tout à fait acceptable. Les deux premières équations contiennent une relation kaleckienne entre le taux d'accumulation et le taux de profit, dans le sens d'un accélérateur de profit (tableaux 6.5 et 6.6). Selon l'équation (2.b), une augmentation d'un point du taux de profit implique une augmentation de 0,3% du taux d'accumulation tandis que l'impact positif du ratio d'endettement reflète la recherche de l'effet de levier le plus élevé possible par les dirigeants.

Nous complétons l'effet de l'accélérateur de profit par celui du taux d'intérêt apparent réel (équations 2.a et 2.b). Le taux d'intérêt a un effet significatif et négatif, cohérent avec l'impact négatif traditionnel du coût de la dette sur l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe.

Le traditionnel effet d'accélérateur de demande, qui tient compte de l'impact des variations anticipées de la demande, est également significatif (voir l'équation estimée (2.c)). Selon ces équations, une augmentation de 1% de la valeur ajoutée des entreprises génère

20. Pour éviter de réduire de façon trop importante le nombre de degrés de liberté dans nos estimations, nous limitons le nombre maximum de retards à 3 sur le modèle VAR et par suite à 2 sur le modèle VECM correspondant.

TABLEAU 6.5 – Accumulation de
nouveaux
biens d'équipement (2.a)
SNF françaises (1982-2008)

Variable	Coefficient	(t-stat)
TCE	-0.04	(-7.3)
Relation de cointégration		
$\text{Log}(K)_{-1}$	1	-
R_{-1}	0.77	(11.3)
i_{a-1}	-0.53	(-9.3)
Cte	0.14	(13.33)
MCE		
$\Delta \text{Log}(K)_{-1}$	0.49	(3.1)
ΔR_{-1}	-0.49	(-4.6)
Δi_{a-1}	0.57	(5.8)
$\Delta \text{Log}(K)_{-2}$	-0.86	(-6.4)
ΔR_{-2}	-0.13	(-2.1)
Δi_{a-2}	0.3	(3.4)
r_{ee}	-0.007	(-2.4)
Tests de validation		
R^2	0.93	
<i>Jarque-Bera</i>	7.4	[0.29]
<i>White</i>	99.16	[0.39]
<i>LM</i>	10.02	[0.35]

Notes :

Sources : INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2010), ré-estimations de l'auteur.

Le TCE est le terme de correction d'erreur de l'équation, tous les coefficients de la relation de long terme sont significatifs au seuil de 5%, les p-values (ou probabilité critique) sont entre crochets pour les tests de validation. Le MCE est le Modèle à Correction d'Erreur.

 K = stock de capital fixe, R = taux de profit, i_a = taux d'intérêt apparent réel, r_{ee} = taux de rendement des actions émises.TABLEAU 6.6 – Accumulation de
nouveaux
biens d'équipement (2.b)
SNF françaises (1981-2008)

Variable	Coefficient	(t-stat)
TCE	-0.005	(-4.2)
Relation de cointégration		
$\text{Log}(K)_{-1}$	1	-
R_{-1}	0.32	(8.3)
i_{a-1}	-0.24	(-7.3)
$(L_{-1}/P)_{-1}$	0.001	(3.2)
Cte	-0.04	(-4.2)
MCE		
$\Delta \text{Log}(K)_{-1}$	0.37	(3.9)
ΔR_{-1}	-0.1	(-1.66)
Δi_{a-1}	0.24	(3.0)
$\Delta (L_{-1}/P)_{-1}$	-0.001	(-2.3)
U	0.26	(8.4)
Cte	-0.2	(-8.1)
Test de validation		
R^2	0.94	
<i>Jarque-Bera</i>	7.26	[0.51]
<i>White</i>	139.14	[0.11]
<i>LM</i>	16.94	[0.39]

Notes :

Sources : INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2010), ré-estimations de l'auteur.

Le TCE est le terme de correction d'erreur de l'équation, tous les coefficients de la relation de long terme sont significatifs au seuil de 5%, les p-values (ou probabilité critique) sont entre crochets pour les tests de validation.

 K = stock de capital fixe, R = taux de profit, i_a = taux d'intérêt apparent réel, U = taux d'utilisation des capacités de production, r_{ee} = taux de rendement des actions émises, L_{-1}/P ratio de solvabilité.

une augmentation de 0,3% du taux d'accumulation et de 2.3% de l'investissement²¹. De même, dans la relation de court terme, le taux d'utilisation des capacités de production capture l'effet de demande avec un effet positif habituel (équation estimée (2.b)).

Pour finir, nous examinons l'impact du taux de rendement des actions détenues, r_{ee} . Pour des raisons économétriques, nous ne pouvons tester r_{ee} que dans le modèle à correction d'erreur. Comme prévu, son impact est négatif dans toutes les équations estimées. Le coefficient semble faible, mais il faut garder à l'esprit que cet indicateur est sujet à d'im-

21. $\Delta K/K = 0,26 \Delta Y/Y$ selon la relation de long terme; on a donc $\Delta I/I \approx 0,26 \cdot \Delta Y/Y \cdot (K/I)$.

TABLEAU 6.7 – Accumulation de capital fixe
(2.c)
SNF françaises (1982-2008)

Variable	Coefficient	(t-stat)
TCE	-0.26	(-4.9)
Relation de cointégration		
$Log(K)_{-1}$	1	-
$Log(Y)_{-1}$	0.26	(59.3)
i_{a-1}	-0.06	(-3.3)
Cte	0.11	(4.0)
MCE		
$\Delta Log(K)_{-1}$	1.09	(4.4)
$\Delta Log(Y)_{-1}$	-0.19	(-1.8)
Δi_{a-1}	-0.001	(-0.003)
$\Delta Log(K)_{-2}$	-0.97	(-3.8)
$\Delta Log(Y)_{-2}$	-0.07	(-1.2)
Δi_{a-2}	-0.17	(-2.5)
Test de validation		
R^2	0.89	
<i>Jarque-Bera</i>	9.70	
	[0.14]	
<i>White</i>	85.10	
	[0.45]	
<i>LM</i>	9.89	
	[0.36]	

Notes :

Sources : INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2010), réestimations de l'auteur.

Le TCE est le terme de correction d'erreur de l'équation, tous les coefficients de la relation de long terme sont significatifs au seuil de 5%, les p-values sont entre crochets pour les tests de validation.

 K = stock de capital fixe, Y = valeur ajoutée, i_a = taux d'intérêt apparent réel.

portantes fluctuations, ce qui augmente de manière significative son impact sur le taux d'accumulation. Selon l'équation (2.a), une augmentation de 20 points du taux de rendement des actions implique une chute d'environ 1,2% dans l'acquisition de nouveaux biens d'équipement.

Ce coefficient négatif reflète l'idée selon laquelle la recherche d'une rentabilité financière très élevée au cours de la période où domine la finance de marché exerce une importante contrainte sur la croissance interne des entreprises. Si l'on accepte l'idée que les entreprises ont internalisé la financiarisation des stratégies, une augmentation de r_{ee} conduit

les dirigeants d'entreprises à être plus sélectifs quant à la rentabilité attendue d'un projet d'investissement donné pour qu'ils soient conduits à lancer ce projet.

Si l'on raisonne en termes de cycles financiers d'investissement, l'accroissement du taux de rendement des actions détenues en période d'emballement financier peut être une incitation pour les dirigeants à lancer de plus en plus de projets de croissance externe au détriment de l'emballement de la croissance interne.

Les résultats de nos régressions sont globalement conformes à ceux que d'autres auteurs obtiennent dans leurs travaux sur l'investissement des entreprises françaises²². L'impact négatif du rendement des actions confirme quant à lui les résultats qu'obtient Stockhammer (2004), ce que nous retenons comme un signe de robustesse de nos résultats²³.

2.2.2 Investissement financier

Nous étudions l'investissement financier – croissance externe et dans une moindre mesure acquisition minoritaire d'actions – sous la forme des actions nouvellement acquises $p_e \Delta E_e$ et du taux d'accumulation financier (cf. respectivement tableaux 6.8 et 6.9). Les R^2 des deux modèles sont globalement acceptables. Tous les coefficients sont significatifs et ont les signes attendus.

Dans les deux cas, le taux de rendement des actions influence fortement l'acquisition d'actions par les entreprises²⁴. Nous testons également un effet d'aisance financière par l'introduction du taux de profit dans l'équation (2.d). Par exemple, une augmentation de 30 points de r_{ee} dans l'équation (2.d) comme on l'observe de 1998 à 1999, implique une augmentation de 0.9% de l'accumulation financière. Ces résultats confortent l'hypothèse de la financiarisation de la stratégie des entreprises (Batsch, 1999).

Le taux d'intérêt réel à long terme a un impact négatif sur l'investissement financier, en tant que coût de financement – et en particulier en tant que coût des opérations de LBO. Selon l'équation (2.d), un déclin de 50 points de base du taux d'intérêt réel génère une augmentation de 0,54 point du taux de croissance de l'investissement financier.

22. Pour une synthèse, voir Villieu (2007).

23. Les indicateurs utilisés dans ces travaux pour capter l'impact de la financiarisation sont différents – taux de rendement des actions ici en lieu et place de la part des revenus financiers dans la valeur ajoutée dans Stockhammer (2004).

24. Pour l'équation (2.e), le ratio r_{ee} n'est pas significatif pour la période courante, nous introduisons donc un retard.

TABLEAU 6.8 – Investissement financier
(2.d)
SNF françaises (1981-2008)

Variable	Coefficient	(t-stat)
TCE	-0.45	(-3.5)
Relation de cointégration		
$\text{Log}(p_e \Delta E_e)_{-1}$	1	-
R_{-1}	9.32	(13.3)
i_{l-1}	-10.8	(-3.1)
MCE		
$\Delta \text{Log}(p_e \Delta E_e)_{-1}$	-0.34	(-2.2)
ΔR_{-1}	8.25	(1.0)
Δi_{l-1}	1.71	(0.24)
r_{ee}	0.55	(1.7)*
Tests de validation		
R^2	0.48	
Jarque-Bera	6.22	
	[0.40]	
White	60.29	
	[0.47]	
LM	9.8	
	[0.37]	

Notes :

Sources : INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2010), ré-estimations de l'auteur.

Le TCE est le terme de correction d'erreur de l'équation, tous les coefficients de la relation de long terme sont significatifs au seuil de 5%, les p-values (ou probabilité critique) sont entre crochets pour les tests de validation. * Significatif au seuil de 10%.

 $p_e \Delta E_e$ = flux d'acquisition d'actions, R = taux de profit, i_l = taux d'intérêt réel à long terme, r_{ee} = taux de rendement des actions détenues.TABLEAU 6.9 – Investissement financier
(2.e)
SNF françaises (1981-2008)

Variable	Coefficient	(t-stat)
TCE	-0.80	(-4.8)
Relation de cointégration		
$(p_e \Delta E_e / p_e E_e)_{-1}$	1	-
$(L / p_k K)_{-1}$	0.001	(12.1)
MCE		
r_{ee-1}	0.03	(3.1)
Tests de validation		
R^2	0.52	
Jarque-Bera	0.99	
	[0.91]	
White	9.51	
	[0.66]	
LM	1.04	
	[0.90]	

Notes :

Sources : INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2010), ré-estimations de l'auteur.

Le TCE est le terme de correction d'erreur de l'équation, tous les coefficients de la relation de long terme sont significatifs au seuil de 5%, les p-values (ou probabilité critique) sont entre crochets pour les tests de validation.

 $p_e \Delta E_e$ = flux d'acquisition d'actions, $L / p_k K$ = Dette nette sur le stock de capital fixe, r_{ee} = taux de rendement des actions détenues.

Pour finir, le ratio d'endettement des entreprises a un impact positif sur l'investissement financier. L'équation (2.e) indique qu'une augmentation de 5 points de $\frac{L}{p_k K}$ implique une augmentation de 0,15 point du taux de croissance de l'investissement financier. Un ratio d'endettement plus élevé permet de financer en particulier des projets de fusion-acquisition.

2.2.3 Émission d'actions des entreprises résidant sur le territoire français

Le taux d'intérêt réel et le ratio d'endettement influencent nettement l'émission d'actions en pourcentage du total de l'investissement – croissance interne et investissement financier. Une augmentation de 1% du taux d'intérêt réel induit une élévation de 0,5% de la part de l'investissement total financée par l'émission d'actions, compte tenu de la hausse du coût de la dette. D'après ces résultats, l'élévation des taux d'intérêt durant les années 1980, puis leur recul durant la deuxième moitié des années 1990, ont joué un rôle

significatif dans la dynamique de l'émission d'actions.

TABLEAU 6.10 – Émission d'actions
étudiée à travers les variables de stock
(2.f)
SNF françaises (1981-2008)

Variable	Coefficient	(t-stat)
TCE	-0.84	(-3.6)
Relation de cointégration		
$(p_e \Delta E)/(p_k I + \Delta FA)_{-1}$	1	-
$(p_e/p_k)_{-1}$	0.12	(4.6)
i_{a-1}	0.45	(2.0)
MCE		
$\Delta(p_e \Delta E)/(p_k I + \Delta FA)_{-1}$	-0.37	(-1.9)
$\Delta(p_e/p_k)_{-1}$	0.19	(1.6)
Δi_{a-1}	-2.45	(-2.0)
ΔR	1.68	(1.7)*
Tests de validation		
R^2	0.66	
<i>Jarque-Bera</i>	5.77	[0.45]
<i>White</i>	62.67	[0.38]
<i>LM</i>	5.24	[0.81]

Notes :

Source : INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2012), réestimations de l'auteur.

Le TCE est le terme de correction d'erreur de l'équation, tous les coefficients de la relation de long terme sont significatifs au seuil de 5%, les p-values (ou probabilité critique) sont entre crochets pour les tests de validation. * Significatif au seuil de 10%.

$p_e \Delta E)/(p_k I + \Delta FA)$ = ratio des actions émises et de l'investissement total, i_a = taux d'intérêt apparent réel, p_e/p_k = ratio du prix des actions et du prix des actifs fixes, R = taux de profit.

TABLEAU 6.11 – Émission d'actions
étudiée à travers les variables de flux
(2.g)
SNF françaises (1981-2008)

Variable	Coefficient	(t-stat)
TCE	-0.74	(-1.7)*
Relation de cointégration		
$(p_e E)/(L + OF)_{-1}$	1	-
$(p_e/p_k)_{-1}$	0.42	(13.5)
i_{l-1}	2.24	(5.6)
R_{-1}	0.36	(1.7)*
MCE		
$\Delta(p_e E)/(L + OF)_{-1}$	0.85	(1.4)
$\Delta(p_e/p_k)_{-1}$	-0.38	(-1.0)
Δi_{l-1}	1.29	(1.1)
ΔR_{-1}	2.41	(1.9)
Tests de validation		
R^2	0.26	
<i>Jarque-Bera</i>	7.35	[0.50]
<i>White</i>	87.7	[0.81]
<i>LM</i>	15.82	[0.47]

Notes :

Sources : INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2012), réestimations de l'auteur.

Le TCE est le terme de correction d'erreur de l'équation, tous les coefficients de la relation de long terme sont significatifs au seuil de 5% à l'exception du taux de profit, * Significatif au seuil de 10%. Les p-values (ou probabilité critique) sont entre crochets pour les tests de validation.

$p_e E/(L + OF)$ = ratio du stock d'actions émises et du total du passif, i_l = taux d'intérêt réel à long terme, p_e/p_k = ratio du prix des actions et du prix des actifs fixes, R = taux de profit.

Le prix relatif des actions et du capital fixe ($\frac{p_e}{p_k}$) a une influence positive sur l'émission d'actions. Cette influence est en apparence limitée puisque le coefficient est seulement de 0,12, mais les fluctuations de ce prix relatif sont d'une ampleur considérable et contribuent à expliquer la dynamique de l'émission d'actions de façon importante. On introduit enfin dans la relation de court terme la variation du taux de profit pour améliorer la spécification (2.f) et la rapprocher de l'équation (2.g). Cette variable joue un rôle positif, mais n'est significative qu'au seuil de 10%.

Le ratio du stock d'actions émises et du total du passif a globalement les mêmes déter-

minants (auxquels on ajoute le taux de profit) et les résultats sont convergents (équation (2.g)). En premier lieu, le rôle des taux d'intérêt réels est important, puisqu'une augmentation de 1% de cette variable implique une augmentation de 2,2 points de la part des actions dans le total du passif. En second lieu, le prix relatif des actions a un impact positif assez net. Enfin, le taux de profit a un impact positif à moyen terme. Il rassure les actionnaires quant à la santé financière de l'entreprise et incite de ce fait les entreprises à émettre des actions. Il convient de noter que le R^2 est faible pour cette régression, mais la structure de cette équation est proche de celle de l'équation (f). De ce fait, ce résultat demeure intéressant, puisqu'il permet d'appuyer la robustesse de l'équation (f), grâce à des signes et des coefficients relativement proches dans les deux équations.

2.2.4 Endettement des entreprises françaises

Nous estimons deux équations d'endettement, la première en termes de ratio de l'endettement net sur le capital fixe, la deuxième en termes de capacité de remboursement – plus proche de la notion de norme d'endettement. Bien que non similaires, les résultats économétriques sont plutôt convergents. Pour toutes les spécifications, le R^2 est acceptable (tableaux 6.13 et 6.12).

Deux variables principales déterminent la part de l'endettement dans le capital fixe, au sein de la relation de cointégration (équation (2.h)). Le taux de profit a un effet positif puisqu'une rentabilité plus importante de l'activité de l'entreprise autorise un recours plus élevé à l'endettement, comme le prévoit le principe du risque croissant de Kalecki (1937b). Une augmentation de 1% du taux de profit induit une hausse de 0,2% du ratio d'endettement. Le coût de la dette est le deuxième déterminant du ratio d'endettement avec un effet négatif.

Dans le modèle à correction d'erreurs, le taux d'inflation a un impact positif sur l'endettement parce qu'il implique une diminution de la valeur du stock d'endettement souscrit.

La spécification qui porte sur la capacité de remboursement (2.i) – ou ratio de solvabilité – confirme les grandes lignes du modèle en termes de norme d'endettement, modèle qui résulte à la fois du comportement des banques et des entreprises. Le taux d'intérêt réel produit l'effet négatif traditionnel puisqu'une diminution de 1% du taux d'intérêt induit une augmentation 4,6% du ratio de solvabilité dans la relation de moyen terme. Ce facteur

TABLEAU 6.12 – Ratio d'endettement et
rendement des actions (2.h)
SNF françaises (1982-2008)

Variable	Coefficient	(t-stat)
TCE	-0.13	(-3.4)
Relation de cointégration		
$(L/p_k K)_{-1}$	1	-
R_{-1}	1.97	(4.4)
i_{l-1}	-0.48	(-2.1)
MCE		
$\Delta(L/p_k K)_{-1}$	-0.12	(-0.7)
ΔR_{-1}	-0.34	(-0.6)
Δi_{l-1}	0.98	(1.8)
$\Delta(L/p_k K)_{-2}$	0.07	(0.4)
ΔR_{-2}	0.68	(1.3)
Δi_{l-2}	1.68	(3.2)
Cte	-0.06	(-3.0)
$\Delta \text{Log}(p)_{-1}$	1.69	(3.1)
Tests de validation		
R^2	0.60	
<i>Jarque-Bera</i>	7.93	
	[0.24]	
<i>White</i>	82.47	
	[0.84]	
<i>LM</i>	13.52	
	[0.14]	

Notes :

Sources : INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2012), ré-estimations de l'auteur.

Le TCE est le terme de correction d'erreur de l'équation, tous les coefficients de la relation de long terme sont significatifs au seuil de 5%, les p-values (ou probabilité critique) sont entre crochets pour les tests de validation.

 $L/p_k K$ = Dette nette sur le stock de capital fixe, R = taux de profit, i_l = taux d'intérêt réel à long terme, p = indice des prix de la valeur ajoutée des entreprises.TABLEAU 6.13 – Endettement, ratio
d'endettement et rendement des actions
(2.i)
SNF françaises (1983-2008)

Variable	Coefficient	(t-stat)
TCE	-0.002	(-5.1)
Relation de cointégration		
$(L_{-1}/P)_{-1}$	1	-
i_{l-2}	-4.61	(-2.9)
R_{-2}	16.64	(5.4)
Cte	-3.81	(-4.9)
MCE		
$\Delta(L_{-1}/P)_{-1}$	-0.45	(-2.2)
Δi_{l-2}	16.1	(4.4)
ΔR_{-2}	-4.25	(-1.1)
$\Delta(L_{-1}/P)_{-2}$	0.08	(0.4)
Δi_{l-3}	9.12	(3.2)
ΔR_{-3}	-0.2	(-0.1)
r_{ee-2}	0.27	(1.8)
$\Delta \text{Log}(p)_{-1}$	12.41	(4.4)
Tests de validation		
R^2	0.68	
<i>Jarque-Bera</i>	12.83	
	[0.05]	
<i>White</i>	118.23	
	[0.24]	
<i>LM</i>	15.75	
	[0.07]	

Notes :

Sources : INSEE (2009) et Clévenot *et al.* (2012), ré-estimations de l'auteur.

Le TCE est le terme de correction d'erreur de l'équation, tous les coefficients de la relation de long terme sont significatifs au seuil de 5%, les p-values (ou probabilité critique) sont entre crochets pour les tests de validation.

 L_{-1}/P = Dette nette (t-1) sur le profit brut, R = taux de profit, i_l = taux d'intérêt réel à long terme, r_{ee} = taux de rendement des actions détenues, p = indice des prix de la valeur ajoutée des entreprises.

contribue fortement à l'élévation du ratio d'endettement depuis la fin des années 1990.

Comme dans l'équation précédente, le taux de profit joue positivement.

Enfin, l'impact du taux d'inflation apparaît de nouveau significatif et positif. Il en va de même pour le taux de rendement des actions r_{ee} , un niveau élevé du rendement des actions incitant les entreprises à tenter d'accroître plus encore la valeur du stock d'actions émises de façon à atteindre au minimum le rendement des actions sur le marché. Pour ce faire, elles recherchent un accroissement de leur rentabilité financière à court terme par l'intermédiaire d'une hausse de l'endettement, cet accroissement étant censé conduire à un

recul de la prime de risque attendu sur les actions et par suite à une hausse de la valeur des actions. Une autre interprétation possible est de voir ce résultat comme complémentaire des résultats que nous obtenons dans le cas des émissions d'actions : un taux de rendement des actions émises élevé conduit les entreprises à être tentées par l'endettement, puisque ce taux contribue à rendre les émissions d'actions relativement plus coûteuses. L'effet du taux de rendement r_{ee} sur l'endettement est plutôt fort, compte tenu de la grande amplitude de ses variations.

3 Investissement et financement des groupes français cotés depuis le début des années 1990 : l'apport des GMM en différences premières sur données de panel

L'estimation du comportement d'investissement et de financement de l'ensemble des entreprises résidant en France confirme globalement les enseignements que nous avons tirés d'une analyse théorique et empirique au cours des chapitres précédents. Toutefois, les principes de non-consolidation et de réévaluation des stocks en comptabilité nationale confèrent un intérêt tout particulier à l'évaluation de fonctions de comportements semblables pour les groupes non financiers cotés au SBF 250 à partir de leurs comptes consolidés.

Des estimations équivalentes sur les comptes consolidés des groupes nous permettent ainsi : (i) de confirmer l'impact sur les dirigeants du principe de la valorisation actionnariale dans le cas des grandes entreprises cotées qui sont sous l'influence directe des actionnaires ; (ii) de tester directement le lien entre la rentabilité financière à court terme et les stratégies d'investissement et de financement, qui reposent non plus sur l'hypothèse forte que les dirigeants d'entreprises optent pour des stratégies de création de valeur actionnariale, mais sur la recherche simple de l'accroissement de la valeur actionnariale ; (iii) de tester l'impact des projets de fusion-acquisition sur les stratégies de financement, sans être confronté à une surévaluation de ces projets, ainsi qu'à une incohérence géographique entre les moyens engagés et les projets financés – respectivement parce que les données sont consolidées et parce que l'analyse en panel confronte l'évolution du passif et de l'actif propre à chaque entreprise pour en tirer ensuite un comportement global – ; (iv) de vérifier qu'il n'y a pas

de biais sectoriel particulier dans l'application du principe de la valorisation actionnariale et dans ses conséquences sur le comportement des entreprises.

Pour mener à bien ces estimations, nous précisons tout d'abord les équations que nous souhaitons tester et les caractéristiques de l'estimateur que nous utilisons, à savoir l'estimateur GMM – Méthode des Moments Généralisés – en premières différences (3.1). Nous présentons les résultats dans la section suivante (3.2).

3.1 Spécification empirique

Nous décrivons dans un premier temps le principe de l'estimateur GMM en différences premières sur panel dynamique (3.1.1). Dans un deuxième temps, nous présentons les fonctions de comportement que nous estimons dans le cas des groupes cotés (3.1.2), pour présenter ensuite les résultats des régressions correspondantes (3.1.3).

3.1.1 Modélisation GMM

Dans le cadre des données de panel, nous pouvons écrire chaque spécification de la façon suivante :

$$y_{it} = \alpha X_{it} + v_i + v_t + v_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Avec i l'individu ou l'entreprise correspondante, t l'année considérée, y la variable expliquée, X l'ensemble des variables explicatives, v_i les effets fixes individuels, v_t un effet temporel, v_{jt} un effet propre à chaque secteur j et ε_{it} le terme d'erreur.

Nous choisissons de construire un panel dynamique, en différences premières. Il existe en effet deux avantages principaux à l'emploi de cette méthode : (i) cet estimateur est efficace sur les panels non cylindrés ; (ii) il est réputé plus efficient que les méthodes *Within* et *IV* (Carpenter et Guariglia, 2008).

Selon Sevestre (2002) et Carpenter et Guariglia (2008), la spécification globale devient :

$$y_{it} - y_{i(t-1)} = \alpha(X_{i(t-1)} - X_{i(t-2)}) + (v_i - v_i) + (v_t - v_{t-1}) + (v_{jt} - v_{j(t-1)}) + (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{i(t-1)}) \quad (3.2)$$

$$\Delta y_{it} = \Delta \beta X_{it} + \Delta v_t + \Delta v_{jt} + \Delta \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

Nous utilisons par la suite l'estimateur GMM en premières différences d'Arellano et Bond (1991). Cet estimateur repose sur les deux conditions d'orthogonalité suivantes :

$$E[y_{i(t-s)} \cdot \Delta \varepsilon_{it}] = 0, \text{ pour } s \geq 2; t = 2, \dots, T. \quad (3.4)$$

$$E[y_{i(t-s)} \cdot \Delta \varepsilon_{it}] = 0, \text{ pour } s \geq 2; t = 2, \dots, T. \quad (3.5)$$

On peut ensuite instrumenter les variables explicatives dans l'équation (3.3), supposées faiblement exogènes, par leurs valeurs en niveau retardées d'une période ou plus (Arellano et Bond, 1991 ; Kpodar, 2007). Pour s'assurer ensuite de la validité de nos modèles, nous avons recours à deux types de tests. Il s'agit (i) du test d'auto-corrélation du second ordre d'Arellano et Bond (1991) – test m_2 – et (ii) du test de Hansen de validité des variables retardées que nous utilisons comme instruments – J -test.

Pour toutes nos spécifications de comportement des entreprises, nous introduisons des *dummies* sectorielles de façon à tester la présence éventuelle d'effets sectoriels et la robustesse de nos estimations. Ceci nous permet de tenir compte des effets v_{jt} . Les secteurs testés correspondent à la classification SIC²⁵ – Standard Industrial Classification – disponible dans la base de données Worldscope (Thomson One Banker), à l'exception du secteur financier, en raison de la composition de notre échantillon. Le secteur de référence choisi est l'industrie des biens d'équipement (SIC 3).

3.1.2 Équations de comportement des groupes

Les travaux portant sur des tests en panel des déterminants de l'investissement en nouveaux biens d'équipement des entreprises que l'on retrouve dans la littérature reposent essentiellement sur les enseignements nouveaux keynésiens portant sur les asymétries d'information et sur les enseignements de la théorie de l'agence portant sur les coûts d'agence (Fazzari *et al.*, 1988 ; Mairesse *et al.*, 2001 ; Carpenter et Guariglia, 2008). Ces tests ont pour but de déterminer le lien entre la détention de trésorerie – *cash-flow* – par les entreprises et leur accumulation de capital fixe, la détention de trésorerie étant prise comme le signe de la bonne santé financière des entreprises, qui limite le rationnement des capitaux. Le but de nos estimations est de dresser le tableau global du comportement des groupes cotés en termes de stratégie d'investissement et de financement dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé. Nous souhaitons mettre en avant les particularités du comportement des groupes, comparativement à celui de l'ensemble des entreprises résidant sur le territoire français. Nous évaluons les décisions des grands groupes français cotés à l'indice SBF 250 à partir des données de leurs comptes consolidés, au cours de la période 1989-2008.

25. Les noms des secteurs correspondants et le nombre de groupes de chaque secteur sont donnés dans l'annexe D.5.

Les équations de base que nous testons sont les suivantes.

Nous testons une équation d'investissement de type accélérateur de profit à la Kalecki (1954), à laquelle nous ajoutons les contraintes financières présentées plus haut. Dans ce cadre comptable consolidé et en valeur historique, nous pouvons par ailleurs évaluer l'impact de l'obtention d'une rentabilité financière à court terme élevée sur la croissance interne. Il convient par ailleurs de rappeler que l'activité des groupes est très internationalisée. Autrement dit, pour conclure à un impact dépressif des exigences élevées de rentabilité financière sur la croissance interne – du fait de la réduction des débouchés des entreprises –, il nous faut supposer que l'ensemble des entreprises des pays dans lesquels évoluent les grands groupes cotés ont le même comportement. Ceci nous semble pertinent compte tenu de l'important déploiement de l'activité des groupes français vers les pays industrialisés (du Tertre et Guy, 2009). La principale spécification de la croissance interne est telle que :

$$\frac{I_{it}}{K_{i(t-1)}} = a_0 + a_1 \frac{I_{i(t-1)}}{K_{i(t-2)}} + a_2 R + a_3 \frac{L_{i(t-1)}}{OF_{i(t-1)}} + a_4 r f_{it} \quad (3.6)$$

Avec $a_2 > 0$, $a_3 < 0$ ou > 0 , $a_4 < 0$, i = groupe, t = période (et $t = 1989-2008$), $\frac{I}{K_{(-1)}}$ = taux d'accumulation du capital, I = Investissement en capital fixe issu des tableaux de flux de trésorerie, K = Stock de capital fixe, R = taux de profit brut, $\frac{L}{OF}$ = ratio d'endettement (L dette financière nette) et $r f$ = rentabilité financière à court terme de l'entreprise.

Nous testons ensuite l'équation d'investissement financier suivante :

$$\Delta(\text{Log} p_e \Delta E_{eit}) = b_0 + b_1 \Delta(\text{Log} p_e \Delta E_{ei(t-1)}) + b_2 r f_{i(t-1)} + b_3 \frac{L_{i(t-1)}}{OF_{i(t-1)}} \quad (3.7)$$

Avec $b_2 > 0$ et $b_3 < 0$ ou > 0 , $\Delta(\text{Log} p_e \Delta E_{eit}) \approx \frac{\Delta p_e \Delta E_e}{p_e \Delta E_{e-1}}$ = taux d'accroissement de l'investissement financier.

Aucune équation suffisamment robuste ne ressort de nos estimations portant sur la variation de la dette. C'est pourquoi nous établissons de ce fait une équation d'endettement à partir du ratio d'endettement en niveau, le flux d'endettement se déduisant du stock d'endettement à la période antérieure. Nous proposons une équation d'endettement qui inclut la rentabilité financière, pour vérifier le rôle de la recherche de l'effet de levier par

les dirigeants d'entreprise :

$$\frac{L_{it}}{OF_{it}} = c_0 + c_1 \frac{L_{i(t-1)}}{OF_{i(t-1)}} + c_2 \Delta \text{Log} K_{it} + c_3 r f_{i(t-1)} \quad (3.8)$$

Avec $c_2 > 0$, $c_3 > 0$, $\frac{L}{OF}$ = levier financier au sens strict.

Enfin, nous supposons que l'un des buts principaux des émissions d'actions des groupes correspond au financement des opérations de fusion-acquisition. Pour mettre en évidence ce phénomène, nous testons la significativité du lien entre le stock de capital intangible et l'émission d'actions. Nous précisons plus loin le fondement de ce test. Nous évaluons le comportement d'émission d'actions à partir de la spécification suivante :

$$\Delta \text{Log} E_{it} = d_0 + d_1 \Delta \text{Log} E_{i(t-1)} + d_2 \Delta \text{Log} K_{it} + d_3 \frac{L_{i(t-1)}}{K_{i(t-1)}} \quad (3.9)$$

Avec $d_2 > 0$. E = Stock total d'actions émises, $\frac{L}{K}$ = dette financière nette rapportée au stock de capital corporel – i.e. corporel et incorporel – et K = capital intangible – y compris les *goodwills*.

3.1.3 Les données

Les données que nous utilisons proviennent de la base de données Worldscope (Thomson One Banker). Ce sont des données de comptes des groupes non financiers cotés à l'indice français du SBF 250 fin 2008. Nous avons cependant exclu les groupes France Télécom et Vivendi de l'échantillon, après une analyse descriptive des données. En effet, l'évolution de la dette de ces deux groupes tend à perturber l'analyse globale du comportement du reste de l'échantillon. Ce dernier comporte finalement 215 groupes, porte sur la période 1989-2008 et n'est pas cylindré. Nous effectuons nos tests à partir du logiciel Stata 11.1, qui permet d'effectuer des régressions sur des panels non cylindrés²⁶.

Afin d'exclure des valeurs extrêmes et inhabituelles, qui sont rares et propres à un petit nombre de groupes, nous éliminons un certain nombre de données dont on considère qu'elles ne sont pas significatives dans notre échantillon. Quatre problèmes peuvent en effet surgir. En premier lieu, les émissions d'actions peuvent s'effondrer sur une année donnée, en raison d'un résultat net exceptionnellement et très fortement négatif. Une conséquence particulière peut être un ratio de rentabilité financière rf et un levier financier au sens strict

26. Le programme que nous utilisons pour réaliser nos estimations est la commande `xtabond2` développée par Roodman (2003).

$\frac{L}{OF}$ anormalement élevés. En deuxième lieu, il s'avère que certaines données de capital fixe sont incomplètes dans la base de données²⁷. Pour remédier à ce problème, nous obtenons le stock de capital fixe par la différence entre, d'une part, le total des actifs et, d'autre part, les actifs financiers. L'enregistrement de certaines valeurs arrondies conduit à l'obtention non pas d'un stock nul – et d'une valeur manquante pour le stock d'accumulation $\frac{I}{K}$ et pour le taux d'endettement $\frac{L}{K}$ –, mais d'un stock de capital fixe proche de 0 – et de ce fait d'un taux d'accumulation et d'un taux d'endettement rapporté au capital fixe anormalement élevés. Enfin, en troisième lieu et dans quelques très rares cas, les deux premiers problèmes se posent dans le même temps et conduisent au calcul d'une rentabilité économique *re* extrême.

Pour résoudre ce problème, nous procédons à l'image de Carpenter et Guariglia (2008) et comme le proposent Saporta (2006) et Tufféry (2010), à la suppression des observations qui sont inférieures au 2,5^e centile et supérieures au 97,5^{ème}. Cette méthode standard correspond, d'un point de vue graphique, à la détection des valeurs extrêmes par la construction d'une « boîte de Tukey »^{28 29}.

Les données proviennent des bilans consolidés, des tableaux des flux de trésorerie ou des comptes de revenus des groupes. Les données portant sur la croissance interne et l'investissement financier sont issues des tableaux de flux de trésorerie. Ce dernier type de compte inclut uniquement les opérations donnant lieu à un flux de trésorerie. Par exemple, toute opération de fusion-acquisition financée sur la base d'une émission d'actions – ou Offre Publique d'Échange (OPE) – en est exclue. Quand une entreprise lance une telle opération, elle enregistre une variation du périmètre de consolidation au bilan. Toutefois, dans ce cas, le stock d'actifs physiques et financiers de l'entreprise acquise est enregistré dans les actifs du bilan et pondéré par la part acquise de toutes les actions de l'entreprise cible. Il est de ce fait impossible de distinguer la croissance externe de la croissance interne au sein des variations du stock d'actifs non financiers du bilan. En conséquence, nous étudions les flux d'investissement $p_k I$ et $p_e \Delta E_e$ à travers les données de tableaux des flux de trésorerie car,

27. Nous avons vérifié l'existence de tels cas avec la consultation des rapports financiers d'un certain nombre de groupes, puis par la comparaison de ces observations et des données disponibles dans la base Worldscope.

28. Communément appelée « boîte à moustaches ».

29. Les statistiques descriptives portant sur ces ratios avant et après retraitement sont disponibles dans l'annexe D.6.

en dépit de l'absence d'une partie des projets de croissance dans ces documents comptables, ces données sont les plus pertinentes pour réaliser une étude périodique.

À l'inverse, nous étudions le mode de financement de la croissance des groupes – les actions émises E et l'endettement L) – à partir des données de bilan. L'utilisation des données des tableaux de flux de trésorerie nous conduirait à éliminer une importante quantité des actions émises par les groupes, en raison de la règle de construction des tableaux des flux de trésorerie énoncée ci-dessus et comme le confirme l'exemple d'une OPE.

Du fait de la particularité des données auxquelles nous avons recours, ces dernières ne peuvent être cohérentes en termes de stock et de flux. Toutefois, l'analyse économétrique à travers cet ensemble de données est la plus pertinente pour étudier le comportement effectif des groupes.

Il convient de préciser un point important au sujet des variables dépendantes et concernant le stock total des actions E émises par les groupes. Ces variables incluent, d'une part, le capital social – le nombre d'actions émises pondéré par le prix d'émission des premières actions émises par le groupe – et, d'autre part, la prime d'émission – i.e. la différence entre les fonds que les groupes lèvent sur les marchés financiers à travers l'émission d'actions et le montant de cette même émission évalué au prix de la première émission d'actions. La variation du stock E d'une période à l'autre correspond de ce fait au montant total que les groupes obtiennent sur les marchés boursiers, mais n'inclut aucune réévaluation des actions anciennement émises (données en comptabilité historiques), contrairement au cas des comptes nationaux français (stocks réévalués à leur valeur de marché).

Nous faisons enfin une distinction entre le capital fixe corporel et incorporel, afin de tenir compte d'une des caractéristiques principales des comptes de groupe. En effet, comme nous l'avons vu ci-dessus, lorsque les dirigeants lancent des opérations de fusion-acquisition, l'entité nouvellement acquise est intégrée (totalement ou non) dans le périmètre du groupe. En particulier, en procédant de cette façon, un *goodwill* est enregistré du côté de l'actif. Cet élément est égal à l'écart entre, d'une part, le coût d'acquisition des titres et, d'autre part, la différence entre la juste valeur des éléments d'actif et la dette financière nette. L'enregistrement de cet écart au bilan du groupe se fait après pondération du *goodwill* par

la part que la maison-mère acquiert de l'entreprise cible (Bachy et Sion, 2005). Dans un sens large, le *goodwill* reflète les sommes que les groupes investissent dans les opérations de croissance externe, même s'il existe un risque de sous-évaluation de ces opérations en raison de la surestimation possible de la valeur de l'entreprise cible au moment de l'acquisition. Le *goodwill* est reporté au bilan dans le poste des actifs incorporels. Compte tenu de ce principe comptable, ce poste revêt une signification très différente de celle des biens incorporels au sens de la comptabilité nationale française (Commissariat général du Plan, 2002b). C'est pour cette raison que nous utilisons les données de stock d'actifs intangibles K_i en tant que *proxy* des opérations de croissance externe dans l'équation définissant les émissions d'actions (3.9). Dans ce cadre, nous testons l'hypothèse selon laquelle les entreprises financent pour une bonne partie leurs projets de croissance externe par émission puis échange d'actions³⁰.

3.2 Résultats

Nous présentons dans l'ordre, les résultats de nos estimations sur données de panel à partir de l'estimateur GMM en premières différences pour l'acquisition de nouveaux biens d'équipement des grands groupes cotés au SBF 250 (3.2.1), leur investissement financier (3.2.2), puis le financement de ces opérations par émission d'actions et endettement (respectivement 3.2.3 et 3.2.4).

3.2.1 Croissance interne

Nous présentons les estimations des équations de croissance interne dans le tableau 6.14. Les résultats confirment le rôle de l'accélérateur de profit puisque le coefficient qui relie le taux de profit et l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe est significatif. Selon l'équation (3.a), une augmentation d'un point du taux de profit implique une augmentation de 0,19 point du taux d'accumulation. Il importe de noter qu'un niveau élevé de rentabilité financière influence négativement l'investissement, ce qui tend à confirmer l'hypothèse de l'impact des exigences financières sur la stratégie de croissance des groupes.

30. La correspondance entre les variables que nous testons ici et la base de données Worldscope est visible dans l'annexe D.4.

TABLEAU 6.14 – Spécifications alternatives des déterminants
de la croissance interne des groupes non financiers du SBF 250
(1990-2008)

Variable dépendante : $\frac{I}{K-1}$	(3.a)	(3.a) avec <i>dummies</i> sectorielles	(3.b)	(3.b) avec <i>dummies</i> sectorielles
$\frac{I_{-1}}{K-2}$	0.240*** (0.039)	0.223*** (0.039)	0.23*** (0.035)	0.198*** (0.038)
rf	-0.106* (0.061)	-0.148*** (0.051)	-	-
R	0.19*** (0.038)	0.174*** (0.04)	0.173* (0.038)	0.141*** (0.038)
$(\frac{L}{OF})_{-1}$	-	-	-0.028*** (0.039)	-0.04*** (0.014)
$sic0$	-	0.017*** (0.003)	-	0.016*** (0.004)
$sic1$	-	0.005 (0.003)	-	0.003** (0.002)
$sic2$	-	-0.002 (0.002)	-	-0.002 (0.002)
$sic4$	-	-0.005 (0.004)	-	-0.007 (0.005)
$sic5$	-	-0.0001 (0.004)	-	-0.001 (0.003)
$sic7$	-	-0.007** (0.003)	-	-0.009*** (0.003)
$sic8$	-	-0.005 (0.007)	-	-0.005 (0.007)
$sic9$	-	-0.06*** (0.008)	-	-0.017 (0.023)
Nombres de groupes	190	190	190	190
Taille de l'échantillon	1719	1719	1763	1763
m_2	-0.02 (0.981)	-0.08 (0.94)	-0.08 (0.939)	-0.24 (0.808)
J	57.51 (p-value)	55.19 (0.221)	113.86 (0.103)	116.89 (0.073)

Notes : Les résultats entre parenthèses sont les écarts-type asymptotiques. La statistique m_2 correspond au tests d'Arellano et Bond sur l'autocorrélation du second-ordre sous l'hypothèse nulle de l'absence d'autocorrélation. La statistique J correspond au test de Hansen sur la restriction de suridentification, sous l'hypothèse nulle de la validité de l'instrument. Pour ce qui concerne l'équation (a), $\frac{I_{-1}}{K-2}$, rf et R sont retardés une fois. Pour (b), $\frac{I_{-1}}{K-2}$ et $(\frac{L}{OF})_{-1}$ sont retardés une fois et R est retardé de une à quatre fois. Pour chaque spécification, nous proposons une deuxième estimation, avec l'introduction des *dummies* sectoriels. Les variables sic_j correspondent aux secteurs de la classification SIC (sic3 est le secteur de référence et sic6 n'est pas présent puisqu'il correspond au secteur financier). *** Significatif au seuil de 1%. ** Significatif au seuil de 5%. * Significatif au seuil de 10%.

Lorsque l'endettement s'accroît, le principe du risque croissant produit son effet : les créanciers réduisent leur offre de prêt, ce qui pèse à la baisse sur l'investissement. En revanche, en période d'emballlement financier, le recul du risque perçu implique un recul du *spread* des taux d'intérêt et un emballlement de la croissance interne financé par un ac-

croissement de l'endettement³¹. Toutefois, la recherche d'un fort effet de levier visant à accroître la rentabilité financière conduit également les entreprises à accentuer leur endettement. En d'autres termes, le niveau de l'endettement pèse à la baisse sur la croissance interne, mais, en phase d'emballement d'un cycle financier, l'accélération de la croissance interne s'accompagne bel et bien d'une hausse de l'endettement, comme nous le verrons avec l'estimation des fonctions de demande de dette.

On observe enfin et comme attendu un impact négatif de la rentabilité financière sur l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe. On peut expliquer ce lien de deux façons.

En premier lieu, la recherche d'un accroissement de la valeur actionnariale dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé conduit les dirigeants à recourir à toutes les stratégies qui permettent un accroissement de la rentabilité financière, à l'image des opérations de croissance externe censées permettre des synergies et des économies d'échelle (du Tertre et Guy, 2009). Les dirigeants deviennent par ailleurs plus sélectifs quant aux projets de croissance interne, en particulier si l'on suppose que l'ensemble des entreprises des pays industrialisés se conforment eux-aussi au principe de la valorisation actionnariale, réduisant ce fait les débouchés.

En second lieu, on peut raisonner en termes de cycles financiers. Lorsqu'un retournement a lieu sur les marchés financiers, le risque que perçoivent les investisseurs augmente et le coût du financement s'accroît. Le taux d'intérêt peut augmenter et rend le refinancement de la dette des entreprises très difficile car très coûteux.

Les statistiques J et m_2 confirment respectivement que les instruments sont valides et que l'autocorrélation des résidus est exclue. Ces modèles sont de ce fait acceptables.

3.2.2 Investissement financier

À travers les résultats que nous reportons dans le tableau 6.15, nous constatons le rôle que la recherche d'un fort effet de levier par les dirigeants joue sur leur politique de croissance externe. Les flux d'investissements financiers correspondent là encore aux acquisitions d'actifs financiers à la fois en termes de participations minoritaires et en termes de croissance externe, mais, comme expliqué plus haut, uniquement lorsque ces opérations sont financées à partir de flux de trésorerie.

31. La variation de l'endettement ne ressort pas comme variable significative ici.

TABLEAU 6.15 – Investissement financier
des groupes non financiers du SBF 250
(1990-2008)

Variable dépendante : $\Delta \text{Log} p_e \Delta E e$	(3.c)	(3.c) avec <i>dummies</i> sectorielles
$\Delta \text{Log} p_e \Delta E e_{-1}$	-0.316*** (0.035)	-0.306*** (0.353)
$(\frac{L}{OF})_{-1}$	-0.924*** (0.291)	-0.987*** (0.306)
rf_{-1}	1.706* (0.926)	1.607* (0.911)
$sic0$	-	-1.237*** (0.243)
$sic1$	-	-0.034 (0.063)
$sic2$	-	0.044 (0.082)
$sic4$	-	-0.014 (0.076)
$sic5$	-	0.052 (0.063)
$sic7$	-	-0.021 (0.062)
$sic8$	-	0.129 (0.168)
$sic9$	-	-0.312** (0.13)
Nombres de groupes	179	179
Taille de l'échantillon	1363	1363
m_2	-2.13	-1.93
(p-value)	(0.033)	(0.053)
J	174.24	124.14
(p-value)	(0.704)	(0.555)

Notes : Pour obtenir des paramètres significatifs et comparables, nous sommes contraint de modifier quelque peu les retards pour les variables instrumentées entre la spécification avec *dummies* sectoriels et sans. Dans l'équation (c) sans *dummies*, $\Delta \text{Log} p_e \Delta E e_{-1}$ est retardé une fois, $(\frac{L}{OF})_{-1}$ de une à six fois et rf_{-1} de une à cinq fois. *** Significatif au seuil de 1%. ** Significatif au seuil de 5%. * Significatif au seuil de 10%.

Le rôle positif de la rentabilité financière montre l'intérêt que trouvent les groupes cotés dans ce type d'opération lorsqu'ils souhaitent un accroissement de ce ratio pour respecter les exigences de leurs actionnaires. Selon l'équation (3.c), une montée soudaine de la rentabilité financière de 10% à 13%, identique aux fluctuations observées au début des deux derniers cycles financiers d'investissement (« cycle financier des valeurs technologiques » et « cycle financier de la titrisation ») implique une augmentation de 5,1 points du taux de

croissance des investissements financiers. On perçoit ainsi les conséquences importantes de la hausse de la rentabilité financière obtenue depuis le début des années 1990 sur la tendance des groupes à intervenir sur les marchés boursiers. Plus spécifiquement, l'investissement financier accélère fortement en phase ascendante d'un cycle financier, en raison du recul du risque perçu et du respect du principe de la valorisation actionnariale. De la même façon que pour l'acquisition de nouveaux biens en capital fixe et comme l'observent Gibbard et Stevens (2006)³², le niveau de l'endettement pèse négativement sur l'investissement financier, du fait de l'activation du principe du risque croissant.

3.2.3 Les émissions d'actions et la croissance externe

L'équation d'émission d'actions que nous présentons dans le tableau 6.16 confirme les deux hypothèses de l'équation (3.9). Tout d'abord, on observe un lien positif entre le ratio d'endettement $\frac{L}{OF}$ et le taux de croissance du stock d'actions émises, que relèvent également Gibbard et Stevens (2006). Une période d'accroissement de l'endettement est compatible avec une augmentation du financement par émission d'actions, malgré les objectifs élevés de rentabilité financière, en raison des besoins conséquents de fonds durant la phase ascendante d'un cycle financier et, notamment, dans le cas du lancement de projets de fusion-acquisition. Ces deux évolutions peuvent être compatibles si l'émission d'actions demeure inférieure à l'accroissement de la dette. En outre, la phase descendante d'un cycle financier s'accompagne d'une réduction de la dette des groupes et du ralentissement des profits, ce qui implique un recul de la rentabilité financière. De façon à satisfaire les actionnaires en dépit des moins-values que ces derniers enregistrent, les groupes procèdent à des rachats d'actions dans le but de soutenir la rentabilité financière. Ce résultat conforte l'hypothèse selon laquelle dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé, les groupes ne peuvent se soustraire au ralentissement de leur croissance interne en cas de crise financière, car la trésorerie demeure fortement contrainte par les exigences des actionnaires.

Nous souhaitons enfin mettre en lumière le financement de la croissance externe par le biais de l'introduction de la variation du stock de capital intangible dans notre équation. Dans leur modèle basé sur l'équation de Kaldor (1966), Godley et Lavoie (2001-02) pos-

32. Gibbard et Stevens (2006) effectuent des estimations en panel sur données de comptes sociaux pour plusieurs pays dont la France.

TABLEAU 6.16 – Émission d’actions des
groupes non financiers du SBF 250
(1990-2008)

Variable dépendante : $\Delta \text{Log} E$	(3.d)	(3.d) avec <i>dummies</i> sectorielles
$\Delta \text{Log} E_{-1}$	-0.121** (0.055)	-0.125** (0.054)
$\Delta \text{Log} Ki$	0.257*** (0.056)	0.244*** (0.055)
$(\frac{L}{K})_{-1}$	0.198** (0.082)	0.158* (0.082)
<i>sic0</i>	-	0.008* (0.02)
<i>sic1</i>	-	-0.031 (0.034)
<i>sic2</i>	-	-0.001 (0.006)
<i>sic4</i>	-	-0.052 (0.025)
<i>sic5</i>	-	-0.043 (0.017)
<i>sic7</i>	-	0.021* (0.017)
<i>sic8</i>	-	0.003 (0.047)
<i>sic9</i>	-	-0.135 (0.154)
Nombres de groupes	194	194
Taille de l'échantillon	2082	2082
m_2	0.32	0.19
(p-value)	(0.748)	(0.852)
J	89.89	93.32
(p-value)	(0.234)	(0.165)

Notes : Dans l'équation (d), $\Delta \text{Log} Ki$ est retardé une fois et $(\frac{L}{K})_{-1}$ de une à trois fois. *** Significatif au seuil de 1%. ** Significatif au seuil de 5%. * Significatif au seuil de 10%.

tulent la proportionnalité des émissions par rapport à l'accumulation de nouveaux biens d'équipement. Ces auteurs qualifient eux-mêmes leur spécification de trop simplificatrice. À la suite de Toporowski (2000), nous travaillons sur la question des opérations de fusion-acquisition, c'est-à-dire les opérations de croissance externe, qui sont en partie financées par émission d'actions. À partir des bilans consolidés, l'une des possibilités pour étudier l'existence d'un tel comportement est de tester le lien entre l'accumulation de *goodwills* inclus dans le stock d'actifs incorporels, comme variable de substitut (i.e. en tant que *proxy*). Le coefficient que nous obtenons est positif et très significatif (équation (3.d)). D'après ce résultat, une augmentation de 5% du stock de capital intangible s'accompagne d'un ac-

croissement de 0,9 point du taux de croissance du stock d'actions émises. Les statistiques J et m_2 nous conduisent à valider les modèles.

3.2.4 Endettement des groupes

TABLEAU 6.17 – Equations
d'endettement des groupes non
financiers du SBF 250 (1990-2008)

Variable dépendante : $\frac{L}{OF}$	(3.e)	(3.e) avec <i>dummies</i> sectorielles
$(\frac{L}{OF})_{-1}$	0.56*** (0.079)	0.627*** (0.069)
rf_{-1}	0.182** (0.093)	0.198** (0.097)
$\Delta LogK$	0.181*** (0.051)	0.228*** (0.05)
$sic0$	-	0.187*** (0.052)
$sic1$	-	0.017* (0.009)
$sic2$	-	0.012 (0.008)
$sic4$	-	0.041** (0.02)
$sic5$	-	0.015 (0.009)
$sic7$	-	0.009 (0.013)
$sic8$	-	0.04 ** (0.019)
$sic9$	-	0.124** (0.051)
Nombres de groupes	189	189
Taille de l'échantillon	1886	1886
m_2	-0.24	-0.19
(p-value)	(0.809)	(0.848)
J	80.7	76.57
(p-value)	(0.091)	(0.154)

Notes : Dans l'équation (f), $\Delta LogK$ et Δrf_{-1} sont retardés une fois et $\Delta LogK$ de une à deux fois. *** Significatif au seuil de 1%. ** Significatif au seuil de 5%. * Significatif au seuil de 10%.

Nous reportons enfin les résultats des tests sur la demande d'endettement des groupes dans le tableau 6.17. L'équation (3.e) souligne le rôle positif que joue la rentabilité financière. Ainsi, dans le régime d'accumulation financiarisé, le niveau important de rentabilité financière que les actionnaires exigent est à l'origine d'une nette tendance des groupes à exploiter l'effet de levier par l'intermédiaire d'une hausse du levier financier au sens strict,

à savoir $\frac{L}{OF}$. Selon l'équation (3.e), une augmentation de 3% de la rentabilité financière implique un recours de 0,5 point supplémentaire des groupes au levier financier au sens strict. Si l'on raisonne en termes de cycles financiers, ce résultat conforte également l'hypothèse d'un accroissement de la fragilité financière des groupes en phase d'emballement, lorsque l'euphorie s'accroît sur les marchés financiers.

Pour finir, les groupes financent l'ensemble des actifs fixes K (corporels et incorporels) sur la base d'un endettement, c'est pourquoi on obtient une relation positive entre le stock des actifs fixes et le ratio d'endettement testé. Les statistiques J et m_2 rejettent les hypothèses nulles de suridentification des variables et d'autocorrélation des résidus.

4 Enseignements et complémentarité des régressions sur les données de comptabilité nationale et sur les comptes des groupes cotés

Les tableaux 6.18 et 6.19 récapitulent les principaux déterminants de la croissance interne et de l'investissement financier, d'une part, de l'émission d'actions et de l'endettement, d'autre part. Ces relations donnent une idée des principales caractéristiques du régime d'accumulation financiarisé respectivement au niveau de l'ensemble des entreprises françaises et au niveau des grands groupes cotés. En particulier, elles éclairent le déroulement des cycles financiers d'investissement successifs dans ce régime, comme l'illustrent les schémas 1 et 2³³.

Dans un cadre post-keynésien, nous avons testé les principaux déterminants de l'acquisition de nouveaux biens en capital fixe et de l'investissement financier à partir de modèles VECM sur les données de la comptabilité nationale, puis à partir d'estimations en panel sur les comptes des grands groupes cotés. Selon les principes kaleckiens, l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe est en grande partie dépendante (i) du taux de profit à travers un

33. Les deux bouclages du modèle sont présentés simultanément sur les figures 1 et 2 dans un but de simplification, bien que l'émission d'actions ou de dette soient alternativement l'élément résiduel dans les équations comptables.

TABLEAU 6.18 – Principaux déterminants financiers du comportement de financement et d'investissement de l'ensemble des entreprises françaises -
Modélisation VECM

<i>Variables explicatives</i> \ <i>Variables expliquées</i>	<i>Accumulation de capital fixe</i>	<i>Investissement financier</i>	<i>Émission d'actions</i>	<i>Ratio d'endettement</i>
Taux de profit	+	+	+	+
Taux d'intérêt réel	-	-	+	-
Ratio d'endettement	+		+	
Rendement des actions	-	+		+

Notes : Signes des dérivées partielles des variables expliquées par rapport à chaque variable explicative, selon nos résultats économétriques sur données de comptabilité nationale.

Source : Clévenot *et al.* (2012).

TABLEAU 6.19 – Plusieurs déterminants financiers du comportement de financement et d'investissement des grands groupes non financiers cotés -
Estimateur GMM sur données de panel

<i>Variables explicatives</i> \ <i>Variables expliquées</i>	<i>Accumulation de capital fixe</i>	<i>Investissement financier</i>	<i>Émission d'actions</i>	<i>Ratio d'endettement</i>
Taux de profit	+			
Ratio d'endettement	-	-	+	
Rentabilité financière	-	+		+

Notes : Signes des dérivées partielles des variables expliquées par rapport à chaque variable explicative, selon nos résultats économétriques sur les données des comptes de groupes (SBF 250).

mécanisme d'accélérateur et (ii) de façon négative du ratio d'endettement, reflétant l'effet de l'accroissement du risque. Le taux d'intérêt réel à long terme a également une influence négative en raison de l'effet traditionnel du coût de la dette, cet effet ne ressortant pas dans les estimations en panel. Pour finir, un facteur de demande est également présent dans le cas des entreprises résidant en France. On observe ce phénomène à travers le mécanisme habituel de l'accélérateur de demande ou l'influence positive du taux d'utilisation de capacité. Au-delà de cette fonction relativement standard de l'investissement, le principe de la valorisation actionnariale par les entreprises exerce un effet négatif sur la croissance interne.

À cet égard et au vu des résultats des tests VECM sur l'ensemble des entreprises résidant en France, l'accroissement du rendement des actions a contribué à ralentir l'ac-

FIGURE 1 – Interaction entre les principaux déterminants financiers du comportement des entreprises résidant sur le territoire français dans le cadre du régime d'accumulation financierisé

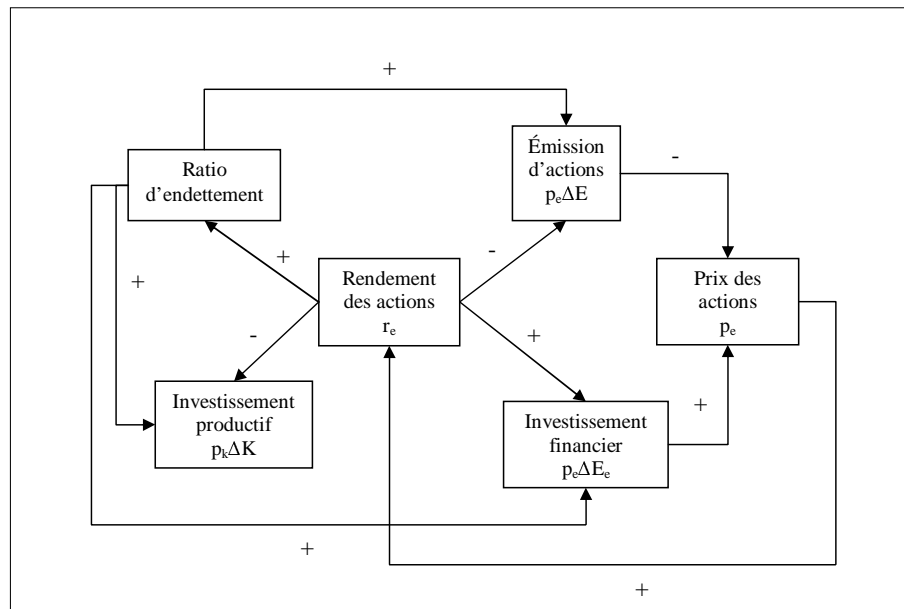
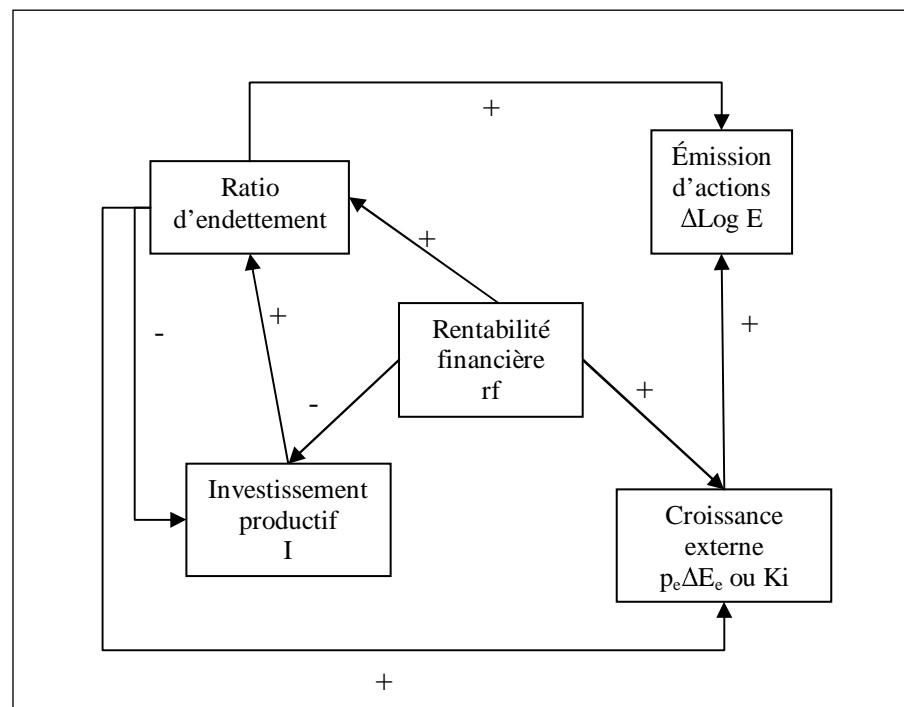


FIGURE 2 – Interaction entre les principaux déterminants financiers du comportement des grands groupes non financiers cotés dans le cadre du régime d'accumulation financierisé



cumulation de nouveaux biens d'équipement du fait de la sélectivité élevée de ces projets. Sur ce point, nos résultats corroborent ceux des travaux de Stockhammer (2004), bien que l'indicateur employé pour capturer l'effet de la pression des actionnaires ne soit pas le même.

Si l'on raisonne en termes de cycles financiers, lors des phases d'emballement, l'arbitrage entre accumulation de capital fixe et croissance externe est un facteur qui contribue à limiter l'emballement de la croissance interne. Le taux de rendement moyen des actions influence fortement l'investissement financier. Lorsque ce taux de rendement est élevé, les dirigeants sont tentés de tout faire pour obtenir un taux de rendement supérieur pour leurs propres actionnaires. Les dirigeants procèdent alors à des opérations de fusion-acquisition en espérant un accroissement de leur rentabilité financière à court terme qui permette par la suite une élévation de la valeur des titres émis. En raison de l'effet de levier, le ratio d'endettement des entreprises influence positivement leurs acquisitions d'actions tandis que le taux d'intérêt réel a un impact négatif.

Dans le cas des grands groupes, nous observons directement les liens entre le niveau de la rentabilité financière obtenue à court terme, d'une part, et l'investissement des entreprises – croissance interne comme croissance externe –, d'autre part. L'impact négatif de la rentabilité financière sur l'acquisition de nouveaux biens en capital fixe et son impact positif sur l'investissement financier – en particulier la croissance externe – permet d'appuyer les résultats que nous obtenons pour l'ensemble des entreprises françaises. Ce résultat est particulièrement important compte tenu des grandes disparités comptables entre les deux bases de données.

Concernant les stratégies de financement, les tests VECM sur l'ensemble des entreprises résidant en France indiquent que l'accroissement du taux de rendement des actions stimule les projets de croissance externe. Ce comportement conduit à l'accroissement du prix des actions, qui accentue l'élévation initiale du taux de rendement des actions. Par ailleurs, un taux de rendement plus élevé des actions induit une hausse de l'endettement, du fait de l'incitation pour les dirigeants à accroître leur recours à l'effet de levier financier. Cela leur permet d'obtenir une rentabilité financière à court terme élevée, de rémunérer par suite la prime de risque des actionnaires de façon conséquente, puis de tenter par ce biais

de « surperformer » le taux de rendement moyen des actions. La hausse de l'endettement permet le financement de la croissance totale de l'entreprise. L'élévation de la rentabilité des actions contraint en revanche l'accumulation de nouveaux biens d'équipement. Ce contraste entre l'envolée de l'investissement financier et l'accroissement limité de l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe est représentatif des années 1990 et 2000 en France.

Du côté des grands groupes cotés, on vérifie bien l'impact sur l'endettement du niveau de la rentabilité financière obtenue à court terme. En période d'emballement des marchés financiers, la recherche de l'effet de levier qui permet d'accroître la rentabilité financière, amplifie la tendance à la hausse de l'endettement que le recul du coût de la dette – i.e. des *spreads* de taux d'intérêt – favorise. On observe par ailleurs un lien positif entre le taux d'endettement et l'émission d'actions. Ceci nous permet de confirmer l'hypothèse selon laquelle, lorsque les marchés financiers se retournent et que les groupes sont contraints de se désendetter, ils réduisent leurs émissions d'actions, voire procèdent à des rachats d'actions pour soutenir leur valeur boursière.

Conclusion générale

Nous nous sommes proposé, au cours de cette thèse, d'identifier les liens entre les stratégies de croissance des entreprises françaises et le comportement des investisseurs depuis les années 1980. Pour ce faire, nous avons procédé en six grandes étapes. Nous avons effectué dans un premier chapitre une revue de la littérature sur la question, en retenant en particulier les enseignements de l'analyse post-keynésienne, kaleckienne et minskyenne.

Nous avons étudié dans un deuxième chapitre les conséquences à long terme de la stratégie d'investissement des entreprises françaises visant à obtenir la rentabilité à court terme la plus élevée possible pour l'actionnaire. Dans le troisième chapitre, nous avons observé que compte tenu de la contrainte de débouchés et de la faiblesse de la part des profits distribués qui est consommée, la réalisation des profits nécessite une propension à consommer élevée de la part des salariés et, par suite, un taux d'épargne relativement faible de leur part. Compte tenu du niveau important du taux d'épargne, de la faiblesse de la demande à l'exportation en fin de période et enfin de la volonté affichée par l'État de réduire sa demande, la croissance interne des entreprises risque de souffrir d'une sélectivité des projets accrue de la part des dirigeants.

Dans un quatrième chapitre, nous avons décrit les cycles financiers successifs au cours de la période où la finance de marché domine comme des cycles financiers d'investissement. Nous avons montré dans le cinquième chapitre qu'à chaque phase d'emballement, on observe le développement d'une fragilité financière des bilans d'entreprise, qui est révélée de façon endogène et génère de fortes pressions déflationnistes au cours de la phase descendante.

Enfin, dans le sixième chapitre, nous avons effectué deux études économétriques pour tester empiriquement les mécanismes décrits dans les précédents chapitres.

Nous nous proposons de conclure en deux étapes : (i) nous revenons sur les principaux apports de la thèse et (ii) nous proposons quelques pistes de réflexions pour améliorer cette recherche.

Principaux apports de la recherche

Apports théoriques

Une réflexion fondée sur les raisonnements de Kalecki (1954) et sur un modèle microéconomique d'investissement post-keynésien (Lavoie, 1992) nous a permis d'établir l'existence d'une contrainte de long terme sur l'accumulation de nouveaux biens d'équipement par les entreprises. Nous avons montré que le principe de la valorisation actionnariale conduit les entreprises à ne sélectionner que les projets de croissance interne les plus rentables. Ce comportement s'accompagne pour l'entreprise d'un taux d'accumulation relativement faible et d'un niveau élevé de distribution de revenus financiers, comparativement au régime d'accumulation fordiste dans lequel les entreprises ont pour objectif de maximiser leur croissance interne. Dans ce cadre, la réalisation des anticipations de profit des entrepreneurs dépend fortement de la consommation des revenus financiers, d'un faible niveau d'épargne des salariés, ou encore d'une demande extérieure ou publique importante. Puisque ces sources de demande – indirecte pour l'épargne – sont relativement faibles en fin de période, les dirigeants sont conduits à sélectionner de façon drastique leurs projets de croissance interne. Dans ce contexte, il existe une pression baissière sur l'accumulation de nouveaux biens d'équipement des entreprises en France.

Les enseignements de l'analyse de Minsky (1975, 1986) portant sur les cycles financiers d'investissement nous ont semblé particulièrement intéressants, en particulier lorsque l'on introduit dans ce raisonnement (i) la question de la financiarisation de la stratégie de l'entreprise dans le régime d'accumulation financiarisé et (ii) la notion de risque systémique (Aglietta, 2003). Les entreprises et à plus forte raison les grandes entreprises cotées – directement soumises aux exigences des actionnaires –, sont conduites à réorienter leur stratégie industrielle dans le sens de l'intérêt de l'actionnaire. Dans ce cadre, elles maximisent leur

recours à l'endettement pour profiter de l'effet de levier et ont tendance à multiplier les opérations de croissance externe au cours des périodes d'emballlement financier. Par ailleurs, le développement du risque de système qui accompagne l'envolée des marchés financiers est inhérent au régime d'accumulation financiarisé. La révélation du risque de système est endogène lorsque l'emballlement bat son plein. Il fait prendre conscience aux investisseurs de la fragilité financière des entreprises et explique le retournement mécanique des anticipations sur les marchés financiers. Le principe de la valorisation actionnariale complique les sorties de crise parce que dans ce contexte, les dirigeants sont amenés à soutenir les cours boursiers par l'intermédiaire de rachats d'actions et de versements contracycliques de dividendes. Cette pratique est problématique puisqu'elle peut entraîner une insuffisance des moyens financiers consacrés au désendettement de l'entreprise.

Apports empiriques

Nous avons observé dans le cas de la France que le niveau des différents postes de demande permettant la réalisation du profit est à l'origine d'une pression négative sur la croissance interne au cours de la dernière décennie. Dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé, la distribution conséquente de revenus financiers implique que la consommation basée sur ces derniers constitue une importante source de réalisation des profits pour les entreprises. Toutefois, nous avons montré qu'elle ne peut expliquer l'intégralité de la déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation qui apparaît dès le début des années 1980. La faiblesse de l'épargne des ménages par rapport à la période fordiste, tout comme l'importance de la dette publique, expliquent en partie comment cette déconnexion peut exister et se maintenir. Cependant, la quasi inexistence des effets de richesse et des possibilités de crédits hypothécaires pour les ménages français ne favorise pas la faiblesse de leur épargne contrairement à ce que l'on observe dans les pays anglo-saxons. Par ailleurs, la volonté de réduction de la dette publique qui se renforce à la fin des années 2000 et le manque de dynamisme du commerce extérieur français au cours de la dernière décennie ont un effet négatif sur la réalisation des profits. Étant donné que le financement par endettement de la croissance interne des entreprises est très proche aujourd'hui de celui des années fordistes, et compte tenu des enseignements de notre modèle théorique, les entreprises françaises subissent des déceptions quant à leurs attentes de profits, ce qui doit

conduire à terme à une faiblesse accrue du taux d'accumulation.

Nous avons aussi souligné la très forte dépendance de la stratégie de croissance des entreprises à l'évolution des marchés financiers dans le cadre du régime d'accumulation financiarisé. L'acquisition de nouveaux biens d'équipement par les entreprises s'envole avec l'emballement des marchés financiers, tout comme les opérations de croissance externe. Dans le cas des groupes cotés, on observe un accroissement de la redistribution de trésorerie aux actionnaires. De plus, lors des deux dernières phases d'emballement des marchés financiers, on remarque un accroissement de la rentabilité financière fondé sur l'accroissement de l'endettement et sur le faible niveau des taux d'intérêt. Les grands groupes profitent de leur internationalisation pour accroître leur rentabilité économique durant chaque phase haussière des marchés financiers. Comme le prédit le modèle minskyen, la fragilité financière des entreprises accompagne la recherche de l'effet de levier, ce que nous observons à travers l'évolution de la part de l'investissement financée par l'endettement, qu'il s'agisse des groupes cotés ou de l'ensemble des entreprises françaises. Enfin, la hausse de la part des dividendes et des dépenses en rachat d'actions à chaque phase baissière des marchés financiers – que l'on observe de façon très nette dans le cas des groupes cotés – nous permet de souligner la complexité des sorties de crise et du désendettement des entreprises en période de crise. Ce comportement renforce les risques déflationnistes pour l'économie dans son ensemble.

Des estimations économétriques nous ont permis de tester empiriquement plusieurs de ces enseignements pour les données de comptabilité nationale comme pour les comptes des groupes. Nous avons souligné le lien négatif entre, d'une part, l'accumulation de nouveaux biens en capital fixe de l'ensemble des entreprises comme des grands groupes et, d'autre part, respectivement le taux de rendement des actions et la rentabilité financière obtenue à court terme. Les résultats obtenus en termes de déterminants de la croissance et du choix du financement soutiennent par ailleurs l'hypothèse de l'existence d'un cycle financier d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé. On peut citer à ce titre le rôle positif sur l'endettement du taux de rendement des actions pour les données de comptes nationaux et de la rentabilité financière des entreprises pour les données de comptes de groupes.

Limites et recherches futures

Pour conclure, nous proposons un bilan des limites de notre travail et des recherches à entreprendre pour les dépasser.

En premier lieu, il nous paraît particulièrement important de mener des recherches équivalentes à celles que nous avons effectuées sur la réalisation du profit en France, en élargissant le domaine de réflexion à différents pays et en particulier au cas des pays anglo-saxons. Une telle comparaison nous permettrait de mieux prendre la mesure de la dimension dépressive du régime d'accumulation financiarisé français. Ceci est d'autant plus intéressant que les ressorts de la réalisation du profit semblent assez différents dans les pays anglo-saxons, comme le montrent les quelques comparaisons que nous avons pu effectuer. Nous pensons ici en particulier aux possibilités de crédits hypothécaires pour les ménages et à la faiblesse notable de leur taux d'épargne au cours des dernières années par rapport à la période fordiste. Cette dimension géographique compte également dans le cas des groupes. Une description du comportement des groupes anglo-saxons nous permettrait quant à elle d'appuyer l'existence de cycles financiers d'investissement dans le régime d'accumulation financiarisé et, en particulier, de l'emballement des opérations de croissance externe. La portée internationale de ces évolutions cycliques reste en effet à montrer.

En second lieu, il nous paraît important d'améliorer nos estimations économétriques. Dans le cas des estimations sur données de comptes nationaux, il convient de noter que la méthode VECM est rarement utilisée pour un échantillon de dimension aussi limitée que le nôtre. Il nous semble de ce fait utile de procéder à de nouvelles estimations à partir de modèles de type ARIMA (*Auto Regressive Moving Average*) ou ARCH (*Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity*) pour contrôler la robustesse de nos résultats. Ce dernier type de modèle - ARCH - a ceci d'intéressant qu'il est réputé particulièrement efficace pour tester les variables volatiles comme l'est le taux de rendement des actions.

En ce qui concerne nos estimations sur données de panel dans le cas des groupes cotés au SBF 250, la réalisation d'estimations à partir d'estimateur GMM en système doit venir compléter celles sur panel dynamique. Le maintien de nos résultats avec et sans l'introduction de *dummies* sectorielles conforte leur significativité. Toutefois, certains auteurs critiquent l'estimateur GMM en différences premières en raison du biais qu'il peut engen-

drer dans les coefficients estimés, dans le cadre d'échantillons finis (Blundell et Bond, 1998). Bien que notre échantillon paraisse suffisamment grand, il demeure toujours souhaitable de s'assurer de l'absence de tels problèmes.

La dernière piste de recherche importante à venir est la mise au point d'un modèle de croissance de type stock-flux cohérent intégrant nos différents résultats. Un tel modèle nous permettrait de simuler des chocs afin de vérifier la dimension cyclique du régime d'accumulation financiarisé, de mesurer la dépendance de ces cycles à l'évolution des différentes variables macroéconomiques et d'étudier le rôle de la politique économique dans un tel contexte.

ANNEXES

ANNEXE A

Annexes communes aux chapitres 2 à 6

A.1 Correspondances des variables issues des comptes nationaux de l'INSEE et de la base de données Worldscope

- Correspondances et décalages entre comptes de patrimoine des SNF établis par l'INSEE et bilans consolidés des groupes dans la base Worldscope, sans retraitement :

Tableaux A.1 et A.2

- Correspondances et décalages entre comptes de patrimoine des SNF établis par l'INSEE et bilans consolidés des groupes dans la base Worldscope, avec consolidation partielle des émissions d'actions :

Tableaux A.3 et A.4

- Correspondances et décalages entre comptes de revenus des SNF établis par l'INSEE et comptes de résultats consolidés des groupes dans la base Worldscope :

Tableaux A.5 et A.6

- Correspondances et décalages entre comptes de revenus et flux des comptes de patrimoine des SNF établis par l'INSEE et tableaux de trésorerie des groupes dans la base Worldscope :

Tableaux A.7 et A.8


- Correspondances et décalages entre les flux des comptes de patrimoine des SNF établis par l'INSEE et la variation des postes de bilan de groupes dans la base Worldscope :

Tableaux A.9 et A.10

TABLEAU A.1 – Comptes de patrimoine des SNF et bilans des groupes, sans retraitement – Actif

COMPTES DE PATRIMOINE - INSEE				BILANS FONCTIONNELS CONSOLIDÉS- Worldscope	
CONTENU	Codes INSEE	SNF France	GROUPES	CONTENU	Postes et Codes WS
Actions et Titres d'OPCVM	AF.5	Stock d'actions détenues $p_e E_e$	Stock d'actions détenues (Participations minoritaires) E_e	Immobilisations financières = Titres mis en équivalence + Titres de participations nets + Autres actifs à long terme	02256 Investment in Unconsolidated Subsidiaries + 02250 Other Investments + 02258 Long Term Receivables + 02648 Other assets
Actifs fixes hors stocks et hors logements	AN11 - AN1111	Actifs productifs $p_k K$	Stock de capital fixe corporel K_c	Immobilisations corporelles	02501 Property plant and equipment - Net [=02999 Total Assets - 02652 Total Other Assets - 02250 Other Investments - 02256 Investment In Unconsolidated subsidiaries - 02258 LT Receivables - 02149 Other Current Assets - 02140 Prepaid Expense - 02101 Total Inventories - 02051 Total Receivables - 02001 Cash And Short-Term Investments]
Autres actifs non financiers	AN - AN11 + AN1111	Autres actifs non financiers OK	Stock de capital fixe incorporel K_i	Immobilisations incorporelles	02652 Total Other assets - 02648 Other assets
Stocks	AN.12	Besoin en Fonds de Roulement BFR		Stocks	02101 Total Inventories
Autres comptes à recevoir - Autres comptes à payer	AF.7 - PF.7			Autres emplois et ressources du BFR = Encours clients + Autres créances d'exploitation - Dette fournisseur - Autres dettes d'exploitation courante + BFR hors exploitation	= 02051 Total Receivables + 02140 Prepaid Expense + 02149 Other Current Assets) - 03040 Account payable - 03063 Income Taxes Payable - 03054 Accrued Payroll - 03066 Other Current Liabilities + 18184 Deferred Taxes Debit + 03262 Deferred Income
	A.	Actif Total A			02999 Total Assets + 18184 Deferred Taxes Debit

Principaux décalages :

 Décalage dû à la consolidation en comptes de groupes

 Principaux décalages dus aux différences de valorisation

TABLEAU A.2 – Comptes de patrimoine des SNF et bilans des groupes, sans retraitement – Passif

298

COMPTES DE PATRIMOINE - INSEE			BILANS FONCTIONNELS CONSOLIDÉS- Worldscope		
CONTENU	Codes INSEE	Variables		CONTENU	Postes et Codes WS
Actions et Titres d'OPCVM	PF.5	P R O P R I E T E S	Stock d'actions émises $p_e E$	Capital Social + Primes	03480 Common Stock + 03481 Capital Surplus [=03501 Total Common Equity - 03493 Other Appropriated Reserves - 03495 Retained Earnings + 03499 Treasury Stock - 03498 Unrealized Foreign Exchange Gain/Loss]
			Stock d'actions émises E	Réserves + Résultat de l'exercice + Actions propres + Dividendes à distribuer	(03493 Other Appropriated Reserves + 03497 Unrealized Foreign Exchange Gain/Loss) + 03495 Retained Earnings + 03499 Treasury Stock + 03401 Non Equity Reserves + 03061 Dividends Payable + 03260 Provision for risk and charge
			Autres passifs	+ Provisions	
				Subventions sur le capital + Intérêts minoritaires	03426 Minority Interest + 03451 Preferred Stock
Somme des actifs financiers et non financiers diminuée des passifs financiers, en valeur de marché.	B.90	Valeur nette NW			
Créances ACTIF + Numéraire et dépôts ACTIF + Titres hors actions ACTIF + Provisions techniques d'assurances ACTIF - Créances PASSIF - Numéraire et dépôts PASSIF - Titres hors actions PASSIF - Provisions technique d'assurance PASSIF	PF.4 + PF.2 + PF.3 + PF.6 - AF.4 - AF.2 - AF.3 - AF.6	Dettes financières nettes L		- VMP et créances financières à court terme + Dette bancaire et financière MLT + Dette financière à long terme + Autres dettes à LT	- 02001 Cash & Short term Investment + 03051 Short term Debt & Current portion of long term debt + 03251 Total Long Term Debt + 18183 Deferred Taxes Credit + 03273 Other Liabilities
		Passif Total			03999 Total Liabilities & Shareholders' Equity + 18184 DefTaxDebit

Principaux décalages :

Décalage dû au mode de comptabilité


Principaux décalages dus aux différences de valorisation

ANNEXES

TABLEAU A.3 – Comptes de patrimoine des SNF et bilans des groupes, consolidation partielle des émissions d’actions – Actif

COMPTES DE PATRIMOINE INSEE FORMAT BILAN FONCTIONNEL				BILANS FONCTIONNELS CONSOLIDÉS- Worldscope	
CONTENU	Codes INSEE	SNF France	GROUPES	CONTENU	Postes et Codes WS
			Stock de capital fixe incorporel K_i	Immobilisations incorporelles	02652 Total Other assets - 02648 Tangible Other assets
Actifs fixes hors stocks et hors logements	AN11 - AN1111	Actifs productifs $p_k K$	Stock de capital fixe corporel K_c	Immobilisations corporelles	02501 Property plant and equipment - Net [=02999 Total Assets - 02652 Total Other Assets - 02250 Other Investments - 02256 Investment In Unconsolidated subsidiaries - 02258 LT Receivables - 02149 Other Current Assets - 02140 Prepaid Expense - 02101 Total Inventories - 02051 Total Receivables - 02001 Cash And Short-Term Investments]
Autres actifs non financiers	AN - AN11 + AN1111	Autres actifs non financiers OK			
			Stock d'actions détenues (Participations minoritaires) E_e	Immobilisations financières = Titres mis en équivalence + Titres de participations nets + Autres actifs à long terme	02256 Investment in Unconsolidated Subsidiaries + 02250 Other Investments + 02258 Long Term Receivables + 02652 Other Assets
Stocks	AN.12	Besoin en Fonds de Roulement BFR		Stocks	02101 Total Inventories
Autres comptes à recevoir - Autres comptes à payer	AF.7 - PF.7			Autres emplois et ressources du BFR = (Encours clients + Autres créances d'exploitation) - Dette fournisseur - Autres dettes d'exploitation courante + BFR hors exploitation	=(02051 Total Receivables + 02140 Prepaid Expense + 02149 Other Current Assets) - 03040 Account payable - 03063 Income Taxes Payable + (- 03054 Accrued Payroll - 03066 Other Current Liabilities + 18184 Deferred Taxes Debit + 03262 Deferred Income)
	A.	Actif Total A			02999 Total Assets + 18184 Deferred Taxes Debit

Principaux décalages :

 Décalage dû à la consolidation en comptes de groupes

 Décalage dû à la consolidation partielle

TABLEAU A.4 – Comptes de patrimoine des SNF et bilans des groupes, consolidation partielle des émissions d’actions – Passif

300

COMPTES DE PATRIMOINE INSEE FORMAT BILAN FONCTIONNEL		BILANS FONCTIONNELS CONSOLIDÉS- Worldscope			
CONTENU	Codes INSEE	Variables		CONTENU	Postes et Codes WS
Capital engagé - Dette financière nette (Soit Actifs non financiers hors stocks + BFR - Dette financière nette)	AN. + AF.7 - PF.7 - (PF.4 + PF.2 + PF.3 + PF.6 - AF.4 - AF.2 - AF.3 - AF.6)	Fonds propres <i>Hors participations croisées</i>		Capital Social + Primes	03480 Common Stock + 03481 Capital Surplus [03501 Total Common Equity - 03493 Other Appropriated Reserves - 03495 Retained Earnings + 03499 Treasury Stock - 03498 Unrealized Foreign Exchange Gain/Loss]
			Fonds propres	Réserves + Résultat de l'exercice + Actions propres + Dividendes à distribuer	(03493 Other Appropriated Reserves + 03497 Unrealized Foreign Exchange Gain/Loss) + 03495 Retained Earnings + 03499 Treasury Stock + 03401 Non Equity Reserves + 03061 Dividends Payable
				+ Provisions	+ 03260 Provision for risk and charge
				Subventions sur le capital + Intérêts minoritaires	(03426 Minority Interest + 03451 Preferred Stock)
Somme des actifs financiers et non financiers diminuée des passifs financiers, en valeur de marché.	AN. + A. - PF.	Valeur nette <i>NW</i>			
Créances ACTIF + Numéraire et dépôts ACTIF + Titres hors actions ACTIF + Provisions techniques d'assurances ACTIF - Créances PASSIF - Numéraire et dépôts PASSIF - Titres hors actions PASSIF - Provisions techniques d'assurances PASSIF	PF.4 + PF.2 + PF.3 + PF.6 - AF.4 - AF.2 - AF.3 - AF.6	Dette financière nette <i>L</i>		- VMP et créances financières à court terme + Dette bancaire et financière MLT + Dette financière à long terme + Autres dettes à LT	- 02001 Cash & Short term Investment + 03051 Short term Debt & Current portion of long term debt + 03251 Total Long Term Debt + 18183 Deferred Taxes Credit + 03273 Other Liabilities
		Passif Total			03999 Total Liabilities & Shareholders' Equity + 18184 Deferred Taxes Debit

Principaux décalages :

Décalage dû au mode de comptabilité

Principaux décalages dus aux différences de valorisation

ANNEXES

TABLEAU A.5 – Comptes de revenus des SNF et comptes de résultats des groupes – 1

COMPTES DE REVENUS - INSEE			COMPTES DE RESULTAT CONSOLIDES - Worldscope		
CONTENU	Codes INSEE	SNF France	GROUPES	CONTENU	Postes et Codes WS
Excédent Brut d'Exploitation	B2	Profit brut <i>P</i>		Chiffre d'affaires + Coût des services et produits vendus - Frais commerciaux et administratifs et Frais de recherche et développement - Autres charges opérationnelles	07240 Net Sales or Revenues + 01051 Cost Of Goods Sold [- (- 01250 Operating Income - 01020 Other Operating Expenses - 01101 Selling, General & Administrative Expenses - 01151 Depreciation, Depletion & Amortization Expenses + 07240 Net Sales or Revenues)] - 01101 Selling, General & Administrative Expenses - 01020 Other Operating Expenses
Valeur ajoutée brute	B1	Valeur ajoutée brute <i>Y</i>		Profit brut + Salaires, traitements et cotisations	EBE + 01084 Staff Costs
Excédent Net d'Exploitation	B2 - AN.11 (Comptes de Flux - Consommation de capital fixe)	Excédent net d'exploitation <i>ENE</i>		Profit brut - Dotation aux amortissements et provisions des immobilisations - Amortissement des écarts d'acquisition	EBE - 01151 Depreciation, Depletion & Amortization Expenses
Revenu disponible brut avant Impôts, charges d'intérêt, dividendes et après consommation de capital fixe	B6 - AN.11 (Comptes de Flux - Consommation de capital fixe) + D51 + D41 (Emplois) - D41 (Ressources)+ D421 (Emplois) - D421 (Ressources)	Profit net avant impôts et après résultats exceptionnels <i>Pn</i>		Excédent net d'exploitation - Dividendes sur actions privilégiées + Autres produits/Charges nets non opérationnels + Opérations non récurrentes + Quote-part dans les résultats des sociétés mises en équivalence + Plus ou moins- values sur opérations exceptionnelles + Corrections d'erreurs nettes d'impôts	ENE - 01701 Preferred Dividend Requirements + 01253 Extraordinary Credit Pretax + 01262 Other Income/Expenses Net - 01254 Extraordinary Charge Pretax - 01301 Reserves Increase/Decrease + 01505 Discontinued Operations + 01503 Equity In Earnings + 01267 Pretax Equity In Earnings + 01601 Extraordinary Items & Gain/Loss Sale Of Assets + 01504 After Taxes Other Incomes Or Expenses
Revenu disponible brut avant Impôts, charges d'intérêt, dividendes, diminué de la consommation de capital fixe, et augmenté des salaires, cotisations et subventions	B6 - AN.11 (Comptes de Flux - Consommation de capital fixe) + D51 + D41 (Emplois) - D41 (Ressources)+ D421 (Emplois) - D421 (Ressources) + (D11 + D121 + D122 + D291 + D292 + D39)	Valeur ajoutée nette		Profit net avant impôts et après résultats exceptionnels + Salaires, traitements et cotisations	Pn + 01084 Staff Costs

TABLEAU A.6 – Comptes de revenus des SNF et comptes de résultats des groupes – 2

302

COMPTES DE REVENUS ET DE FLUX - INSEE				TABLEAUX DE FLUX CONSOLIDÉS - Worldscope	
CONTENU	Codes INSEE	SNF France	GROUPES	CONTENU	Postes et Codes Worldscope
- Flux d'actions et titres d'OPCVM - Passif	- PF5 (Flux)	Rachats nets d'actions $-\Delta Ep_e$	Rachats nets d'actions	Rachat d'actions - Émission d'actions	04751 Purchase Of Common/Preferred Stock - 04251 Net Proceeds from Sale/Issued Common & Preferred
Dividendes versés - Dividendes reçus	D421 (Emplois) - D421 (Ressources)	Dividendes versés		Dividendes consolidés	04551 Cash Dividends
- Flux d'endettement net	- (PF.4 + PF.1 + PF.2 + PF.3 + PF.6) + AF.4 + AF.1 + AF.2 + AF.3 + AF.6 (Flux)	Dés- endettement net $-\Delta L$	Dés- endettement net	Désendettement net hors effets des variations de change et de périmètre (Dont Augmentation de la trésorerie)	04701 Long-Term Debt Reduction + 04447 Other Financial Uses - 04401 Long-Term Debt Issuance - 04446 Other Financial Sources - 04821 Short-Term Borrowing Increase/Decrease - 04452 Change In Cash & Equivalent - 04450 Other Sources + 04840 Exchange Rate Effect + 04501 Total Sources - 04811 Total Uses (04501 Total Sources - 04811 Total Uses)

Principaux décalages dus à l'élimination de toute opération ne donnant lieu à aucun flux effectif de trésorerie dans les tableaux de flux des comptes consolidés de groupe

ANNEXES

TABLEAU A.7 – Comptes de revenus et comptes de patrimoine (flux) des SNF et tableaux de trésorerie des groupes – Actif

COMPTES DE REVENUS ET DE FLUX - INSEE				TABLEAUX DE FLUX CONSOLIDÉS - Worldscope	
CONTENU	Codes INSEE	SNF France	GROUPE	CONTENU	Postes et Codes Worldscope
Revenu disponible brut avant dividendes	B6 + D421 (Emplois) - D421 (Ressources)	Capacité d'Autofinancement <i>CAF</i>		CAF = Résultat net + Dotations nettes aux amortissements + Autres Cash Flow et impôts différés	04201 Total Funds From Operations = 04001 Net Income + 04051 Depreciation, Depletion & Amortization + 04151 Other Cash Flow + 04101 Deferred income Taxes & Investment Tax Credit
Variations de stocks et Autres comptes à recevoir Nets	- (AN12 + AF.7 - PF.7) (Flux)	-Variation du BFR ΔBFR		Variation du BFR	04831 Other Funds From Operations
Revenu disponible brut avant dividendes et diminué des variations de stocks et Autres comptes à recevoir Nets	B6 + D421 (Emplois) - D421 (Ressources) - (AN12 + AF.7 - PF.7) (Flux)	Autofinancement brut <i>AUT</i>		CAF - Variation du BFR	04201 Total Funds From Operations + 04831 Other Funds From Operations
Flux d'actifs fixes hors logements et hors stocks	AN11 - AN1111 (Flux)	Investissement productif $p_k I$		Acquisition - Cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	04601 Capital Expenditures + 04351 Disposal Of Fixed Assets + 04651 Additions To Other Assets + 04450 Other Uses
Flux des autres actifs non financiers	AN - AN11 + AN1111 (Flux)	Flux des autres actifs non financiers ΔOK			
Flux d'actions et titres d'OPCVM - Actif	AF5 (Flux)	Investissement financier $\Delta E_e p_e$		Variation des immobilisations financières	- 04440 Sale Of Investment + 04355 Net Assets From Acquisitions + 04760 Increase In Investment - 04796 Other Investment Sources + 04795 Other Investment Uses

Principaux décalages dus à l'élimination de toute opération ne donnant lieu à aucun flux effectif de trésorerie dans les tableaux de flux des comptes consolidés de groupe

TABLEAU A.8 – Comptes de revenus et comptes de patrimoine (flux) des SNF et tableaux de trésorerie des groupes – Passif

COMPTES DE REVENUS ET DE FLUX - INSEE				TABLEAUX DE FLUX CONSOLIDÉS - Worldscope	
CONTENU	Codes INSEE	SNF France	GROUPES	CONTENU	Postes et Codes Worldscope
- Flux d'actions et titres d'OPCVM - Passif	- PF5 (Flux)	Rachats nets d'actions $-\Delta E p_e$	Rachats nets d'actions	Rachat d'actions - Émission d'actions	04751 Purchase Of Common/Preferred Stock - 04251 Net Proceeds from Sale/Issued Common & Preferred
Dividendes versés - Dividendes reçus	D421 (Emplois) - D421 (Ressources)	Dividendes versés		Dividendes consolidés	04551 Cash Dividends
- Flux d'endettement net	- (PF.4 + PF.1 + PF.2 + PF.3 + PF.6) + AF.4 + AF.1 + AF.2 + AF.3 + AF.6 (Flux)	Dés- endettement net $-\Delta L$	Dés- endettement net	Désendettement net hors effets des variations de change et de périmètre (Dont Augmentation de la trésorerie)	04701 Long-Term Debt Reduction + 04447 Other Financial Uses - 04401 Long-Term Debt Issuance - 04446 Other Financial Sources - 04821 Short-Term Borrowing Increase/Decrease - 04452 Change In Cash & Equivalent - 04450 Other Sources + 04840 Exchange Rate Effect + 04501 Total Sources - 04811 Total Uses (04501 Total Sources - 04811 Total Uses)

Principaux décalages dus à l'élimination de toute opération ne donnant lieu à aucun flux effectif de trésorerie dans les tableaux de flux des comptes consolidés de groupe

TABLEAU A.9 – Comptes de patrimoine (flux) des SNF et variations de bilan de groupes – Actif

COMPTES DE FLUX - INSEE			VARIATION DES POSTES DE BILAN - Worldscope		
CONTENU	Codes INSEE	SNF France	GROUPES	CONTENU VARIATION DES POSTES	Postes et Codes WS VARIATION DES POSTES
				Immobilisations corporelles	02501 Property plant and equipment - Net [=2999 Total Assets - 02652 Total Other Assets - 02250 Other Investments - 02256 Investment In Unconsolidated subsidiaries - 02258 LT Receivables -02149 Other Current Assets -02140 Prepaid Expense - 02101 Total Inventories-Total Receivables-Cash And ST Investments]
Flux d'actifs fixes hors logements et hors stocks	AN11 - AN1111 (Flux)	Investissement productif $p_k I$	Investissement corporel net des cessions et brut des amortissements ΔK_c	+ Dotation aux amortissements et provisions des immobilisations	+ Depreciation Depletion Amortization Expenses
Flux des autres actifs non financiers	AN - AN11 + AN1111 (Flux)	Flux des autres actifs non financiers ΔOK		- Subventions d'Investissement	- 03451 PrefStock*
			Investissement incorporel net des cessions et brut des amortissements ΔK_i	Immobilisations incorporelles + Amortissement des écarts d'acquisition	+ 02652 Total Other assets - 02648 Tangible Other assets + AmOfIntang
Flux d'actions et titres d'OPCVM - Actif	AF5 (Flux)	Investissement financier $\Delta E_e p_e$	Investissement financier Participations minoritaires ΔE_e	Immobilisations financières = Titres mis en équivalence + Titres de participations nets + Autres actifs à long terme	02256 Investment in Unconsolidated Subsidiaries + 02250 Other Investments + 02258 Long Term Receivables + 02652 Other Assets

Principaux décalages :

Décalage dû la consolidation en comptes de groupes

TABLEAU A.10 – Comptes de patrimoine (flux) des SNF et variations de bilan de groupes – Passif

306

COMPTES DE FLUX - INSEE				VARIATION DES POSTES DE BILAN - Worldscope	
CONTENU	Codes INSEE	SNF France	GROUPES	CONTENU VARIATION DES POSTES	Postes et Codes WS VARIATION DES POSTES
- Flux d'actions et titres d'OPCVM - Passif	- PF5 (Flux)	Rachats d'actions $-\Delta E p_e$	- Variation du stock d'actions ΔE	-(Capital Social + Primes)	-(03480 Common Stock + 03481 Capital Surplus) [03481 Capital Surplus = 03501 TotCommon Equity - 03493 Other Appropriated Reserves - 03495 Retained Earnings + 03499 Treasury Stock - 03498 Unrealized Foreign Exchange Gain Loss]
Dividendes versés - Dividendes reçus	D421 (Emplois) - D421 (Ressources)	Dividendes versés		Dividendes versés	04551 Cash Dividends
- Flux d'endettement net	- (PF.4 + PF.1 + PF.2 + PF.3 + PF.6) + AF.4 + AF.1 + AF.2 + AF.3 + AF.6 (Flux)	Désendettement net $-\Delta L$	- Variation du stock de dette $-\Delta L$	+ VMP et créances financières à court terme - Dette bancaire et financière MLT - Dette financière à long terme - Autres dettes à LT	+ 02001 Cash & Short term Investment - 03051 Short term Debt & Current portion of long term debt - 03251 Total Long Term Debt - 18183 Deferred Tax Credit + 03273 Other Liabilities

* Preferred Stock : après vérification des comptes de différents groupes (notamment Total, France télécom, Vivendi, Saint Gobain), il s'avère que les données enregistrées dans ce poste correspondent aux subventions d'investissement.

ANNEXES

A.2 Les normes IFRS et leur impact sur les comptes consolidés

À partir de 2006, l'International Accounting Standards Board (IASB) impose un certain nombres de nouvelles règles comptables aux grands groupes cotés, pour l'établissement de leurs comptes consolidés. Ces nouvelles normes sont les normes IFRS – International Financial Reporting Standards. En 2006, 591 groupes non financiers cotés sont concernés par cette évolution en France (Marchal *et al.*, 2007). Il existe de nombreuses particularités à ces normes dont il ne s'agit pas ici d'en faire un descriptif détaillé. Nous relevons toutefois l'existence de deux principes essentiels dans la conception des comptes dans ce cadre : (i) leur conception est orientée vers l'actionnaire, en d'autres termes la présentation des différents postes a pour objectif de montrer à l'actionnaire comment son patrimoine est valorisé ; et (ii) il existe désormais la possibilité pour les entreprises de réévaluer leurs stocks à leur valeur de marché, c'est le principe bien connu de la « *fair value* », ou « juste valeur » (Bachy et Sion, 2005 ; Colinet et Paoli, 2005).

Ces nouvelles règles font peser le risque d'une transformation profonde des comptes des groupes, qui rendrait alors problématique l'étude de l'évolution des comptes à partir de 2006. En particulier, il est possible que les évolutions des différents ratios et postes que nous étudions soient affectés par les nouvelles normes comptables. Après une rapide revue de quelques études qui existent sur la question, nous avons conclu que tel n'était pas le cas et que l'étude des comptes consolidés demeure pertinente au-delà de 2006.

Marchal *et al.* (2007) observent, pour l'année 2006, l'impact de ces normes sur certains postes des comptes consolidés de 395 groupes non financiers cotés. Ils montrent que cet impact est relativement faible sur le niveau des capitaux propres et de la dette financière nette. Selon ces auteurs, pour un peu moins de la moitié des groupes étudiés, (45% des groupes pour les capitaux propres et 44% pour la dette), la variation des stocks que ces normes engendrent est inférieure à 5%. Schatt et Gross (2007) font des constats très proches concernant le niveau des capitaux propres. Selon ces auteurs, pour 37 groupes cotés appartenant aux secteurs de l'industrie, des technologies de l'information et de l'immobilier, 27 enregistrent une variation absolue de leurs capitaux propres, due à l'introduction des normes IFRS, inférieure à 10%. Schatt et Gross (2007) qualifient cette évolution « de relativement faible ».

Marchal *et al.* (2007) et Schatt et Gross (2007) soulignent en revanche que les normes

IFRS affectent plus fortement le résultat net, et ce en raison de la nouvelle interdiction de l'amortissement du *goodwill*. Celui-ci est désormais soumis à un test annuel de dépréciation. Dans la première étude, la variation du résultat net est supérieure à 20% pour 37% des groupes étudiés. Dans la seconde étude, cette variation est supérieure à 10% en valeur absolue pour 25 groupes sur 37. Les deux études soulignent l'impact majoritairement positif de cette mesure sur le résultat net. Enfin, selon Fabre et Farjaudon (2007), les normes IFRS ont globalement peu d'impact sur la comptabilisation des actifs incorporels au bilan. L'interdiction de l'amortissement du *goodwill* aurait notamment dû engendrer un recul de l'enregistrement de *goodwills* au sein du poste des actifs incorporels. Pourtant, sur 32 groupes non financiers du CAC 40, les auteurs constatent que le respect des normes IFRS n'a eu aucun impact sur le poste des actifs incorporels et sa composition. Pour un tiers de l'échantillon, on assiste au contraire à un accroissement du poste des *goodwills*, en raison d'une recomposition de la répartition des actifs incorporels – i.e. sans modification du montant total des actifs incorporels.

Marchal *et al.* (2007) explique l'impact globalement faible des normes IFRS sur les comptes des groupes par trois raisons principales : (i) les groupes ont anticipé ces normes et s'y sont adaptés quelques années avant leur instauration effective ; (ii) les groupes ont souvent procédé au retraitement de leur compte avec pour objectif d'assurer la stabilité de ces derniers, notamment par le rejet de l'emploi de la juste valeur – en particulier pour les actifs corporels – ; et (iii) les groupes n'ont pas nécessairement tenu compte de l'ensemble des nouvelles recommandations dès la mise en place des IFRS, leur adoption pouvant au contraire se faire de façon progressive.

ANNEXE B

Annexes des chapitres 2 et 3

B.1 Décomposition du « taux de profit attendu » entre paiement des charges d'intérêt et rémunération des actionnaires

Dans le modèle post-keynésien du comportement investissement de la firme (Lavoie, 1992), le taux de profit attendu $\widehat{r}e$ pour un taux d'accumulation g est égal au rapport entre le profit net attendu $\widehat{P}n$ et le stock de capital engagé $K = D + E$, avec D dette souscrite et E actions émises. Le profit est net d'impôts et de la dépréciation du capital. Nous pouvons alors décomposer le taux de profit attendu, ou frontière d'expansion de la firme, en fonction des deux destinations du profit, le paiement des charges d'intérêt INT et la rémunération $\widehat{R}n$ des actionnaires attendue par les entrepreneurs :

$$\begin{aligned}\widehat{r}e &= \frac{\widehat{P}n}{K} = \frac{INT}{K} + \frac{\widehat{R}n}{K} \\ \widehat{r}e &= \frac{INT}{D+E} + \frac{\widehat{R}n}{D+E}\end{aligned}$$

Avec INT charges d'intérêt, $\widehat{R}n$ résultat net attendu pour le taux d'accumulation g décidé.

Le taux d'endettement de l'entreprise est fixe et tel que $\rho = \frac{D}{E} = \frac{\Delta D}{\Delta E}$. On a donc :

$$\begin{aligned}\widehat{r}e &= \frac{INT}{D+\frac{D}{\rho}} + \frac{\widehat{R}n}{\rho E+E} \\ \widehat{r}e &= \left(\frac{\rho}{1+\rho}\right)\frac{INT}{D} + \left(\frac{1}{1+\rho}\right)\frac{\widehat{R}n}{E}\end{aligned}$$

Le taux de profit est donc égal à la somme du taux d'intérêt de la dette et de la rentabilité financière attendue par les entrepreneurs, respectivement pondéré par $\frac{\rho}{1+\rho}$ et $\frac{1}{1+\rho}$:

$$\widehat{r}e = \frac{\rho}{1+\rho}i + \frac{1}{1+\rho}\widehat{r}f$$

B.2 Détermination du « taux de profit distribué » de l'entreprise

Le taux d'accumulation dépend du « taux de profit retenu » $\frac{AUT}{K}$ dans une proportion $(1 + \rho)$, c'est la frontière financière de la firme :

$$g = (1 + \rho) \frac{AUT}{K}$$

L'autofinancement de l'entreprise est égal à la différence entre le profit attendu et le profit distribué.

$$g = (1 + \rho) \frac{\hat{P} - Pd}{K}$$

$$g = (1 + \rho) \left(\hat{r}e - \frac{Pd}{K} \right)$$

Le taux de distribution des profits de l'entreprise est donc tel que :

$$\frac{Pd}{K} = \hat{r}e - \frac{g}{1+\rho}$$

On pose ensuite que $\hat{r}e$ est le taux de profit attendu en moyenne par les entreprises de l'économie étudiée, compte tenu des projets d'investissements que les dirigeants envisagent. Par conséquent, on généralise la définition du taux de distribution des profits de l'entreprise à toute l'économie.

B.3 Conditions d'équilibre du modèle

La loi de réalisation des profits de Kalecki (1954) combinée aux hypothèses du modèle microéconomique d'investissement nous conduit à définir le taux de profit global en fonction du taux d'accumulation et de la consommation de profits des détenteurs de titres :

$$re = g + (1 - s_P) \left(\hat{r}e - \frac{1}{1+\rho} g \right)$$

Avec s_P taux d'épargne des détenteurs de titres.

Les dirigeants procèdent au choix du taux de croissance g de l'entreprise en tenant compte du taux de profit attendu $\hat{r}e$ qui lui correspond. Ce choix dépend de l'objectif principal de la firme : croissance ou rentabilité. La stabilité de ce régime d'accumulation est vérifiée lorsque les anticipations de profit des entrepreneurs sont réalisées. Sous cette condition, le taux de croissance des entreprises est stable, puisque les dirigeants maintiennent leur règle de détermination de ce dernier. On détermine donc la condition permettant l'égalité $re = \hat{r}e$:

$$g + (1 - s_P) \left(\hat{r}e - \frac{1}{1+\rho} g \right) = \hat{r}e$$

$$g + (1 - s_P) \left(\hat{r}e - \frac{1}{1+\rho} g \right) - \hat{r}e = 0$$

$$g + (1 - s_P) \hat{r}e - \frac{1-s_P}{1+\rho} g - \hat{r}e = 0$$

$$g(1 - \frac{1-s_P}{1+\rho}) - s_P \cdot \widehat{re} = 0$$

$$g \frac{\rho+s_P}{1+\rho} - s_P \cdot \widehat{re} = 0$$

Les anticipations de profit sont donc réalisées à la condition suivante :

$$g = \frac{s_P(1+\rho)}{\rho+s_P} \widehat{re}$$

Le ratio qui relie le taux d'accumulation g et le taux de profit attendu \widehat{re} est nécessairement compris entre 0 et 1, soit $0 < \frac{s_P(1+\rho)}{\rho+s_P} < 1$. On a en effet : $\lim_{\rho \rightarrow 0} \left(\frac{1+\rho}{1+\frac{\rho}{s_P}} \right) = 1$, $\lim_{\rho \rightarrow \infty} \left(\frac{1+\rho}{1+\frac{\rho}{s_P}} \right) = \lim_{\rho \rightarrow \infty} \left(\frac{\rho}{s_P} \right) = s_P$, $\lim_{s_P \rightarrow 0} \left(\frac{1+\rho}{1+\frac{\rho}{s_P}} \right) = \lim_{s_P \rightarrow 0} \left(\frac{1}{\frac{1}{s_P}} \right) = \lim_{s_P \rightarrow 0} s_P = 0$ et $\lim_{s_P \rightarrow 1} \left(\frac{1+\rho}{1+\frac{\rho}{s_P}} \right) = \frac{1+\rho}{1+\rho} = 1$.

Nous obtenons alors les conditions sur le taux d'endettement ρ qui autorisent l'équilibre du modèle :

$$g \frac{\rho+s_P}{1+\rho} - s_P \cdot \widehat{re} = 0$$

$$g \frac{\rho+s_P}{1+\rho} = s_P \cdot \widehat{re}$$

$$\rho = \frac{s_P \cdot \widehat{re}(1+\rho)}{g} - s_P$$

$$\rho = \frac{s_P \cdot \widehat{re}}{g} + \rho \frac{s_P \cdot \widehat{re}}{g} - s_P$$

$$\rho(1 - \frac{s_P \cdot \widehat{re}}{g}) = \frac{s_P \cdot \widehat{re}}{g} - s_P$$

$$\rho = \left(\frac{s_P \cdot \widehat{re}}{g} - s_P \right) \cdot \frac{g}{g - s_P \cdot \widehat{re}}$$

$$\rho = \frac{s_P \cdot \widehat{re} - s_P \cdot g}{g - s_P \cdot \widehat{re}}$$

$$\rho_{MIN} = \frac{\widehat{re} - g}{\frac{g}{s_P} - \widehat{re}}$$

Le taux d'endettement ρ_{MIN} permet au minimum la réalisation des anticipations de profit des entrepreneurs. On constate immédiatement que $\frac{\partial \rho_{MIN}}{\partial \widehat{re}} < 0$, $\frac{\partial \rho_{MIN}}{\partial g} < 0$ et $\frac{\partial \rho_{MIN}}{\partial s_P} > 0$.

De la même façon, on montre que le taux de profit réalisé est supérieur aux attentes des entrepreneurs, soit $re > \widehat{re}$, à la condition que le taux d'endettement soit tel que $\rho > \frac{\widehat{re} - g}{\frac{g}{s_P} - \widehat{re}}$.

B.4 Décomposition de la rentabilité financière globale

Nous décomposons la formation de rentabilité pour les actionnaires pour l'économie prise dans son ensemble afin de pouvoir en décrire l'origine. Tout d'abord, selon l'annexe

B.1, la rentabilité économique attendue se décompose entre taux d'intérêt et rentabilité financière attendue pondérés de la façon suivante : $\widehat{re} = \frac{\rho}{1+\rho}i + \frac{1}{1+\rho}\widehat{rf}$. Au plan macroéconomique, nous définissons par analogie le taux de profit global en fonction du taux d'intérêt et de la rentabilité financière globale : $re = \frac{\rho}{1+\rho}i + \frac{1}{1+\rho}rf$. Par ailleurs, nous savons que $re = g + (1 - s_P)(\widehat{re} - \frac{1}{1+\rho}g)$. Nous posons donc :

$$\begin{aligned} \frac{\rho}{1+\rho}i + \frac{1}{1+\rho}rf &= g + (1 - s_P)(\widehat{re} - \frac{1}{1+\rho}g) \\ rf &= (\rho + 1) \left[g + (1 - s_P)(\widehat{re} - \frac{1}{1+\rho}g) - \frac{\rho}{1+\rho}i \right] \end{aligned}$$

On remplace ensuite \widehat{re} par la décomposition correspondante en fonction de \widehat{rf} et i :

$$\begin{aligned} rf &= (\rho + 1) \left[g + (1 - s_P)(\frac{\rho}{1+\rho}i + \frac{1}{1+\rho}\widehat{rf} - \frac{1}{1+\rho}g) - \frac{\rho}{1+\rho}i \right] \\ rf &= (\rho + 1)g + (1 - s_P)(\widehat{rf} + \rho i - g) - \rho i \end{aligned}$$

La rentabilité financière obtenue se décompose donc en quatre éléments distincts :

$$rf = (\rho + 1)g + (1 - s_P)(\widehat{rf} - g) + (1 - s_P)\rho i - \rho i$$

Le deuxième terme de droite de l'équation précédente, $(1 - s_P)(\widehat{rf} - g)$ évolue positivement en fonction du taux d'endettement des firmes sous certaines conditions.

Puisque $\widehat{re} = \frac{\rho}{1+\rho}i + \frac{1}{1+\rho}\widehat{rf}$, la rentabilité financière est telle que $\widehat{rf} = (1 + \rho)\widehat{re} - \rho i$. L'écart entre rentabilité financière attendue et taux d'accumulation est donc égal à :

$$\begin{aligned} \widehat{rf} - g &= (1 + \rho)\widehat{re} - \rho \cdot i - g \\ \widehat{rf} - g &= \widehat{re} - g - \rho(\widehat{re} - i) \end{aligned}$$

L'écart entre rentabilité financière attendue et taux d'accumulation dépend du niveau du taux d'endettement ρ dans la proportion suivante :

$$\frac{\partial[\widehat{rf} - g]}{\partial \rho} = \frac{\partial[\widehat{re} - g - \rho(\widehat{re} - i)]}{\partial \rho} = \widehat{re} - i$$

Et cet écart évolue positivement en fonction du taux d'endettement si :

$$\frac{\partial[\widehat{rf} - g]}{\partial \rho} > 0 \Leftrightarrow \widehat{re} > i$$

Si l'endettement des entreprises est élevé sur une période donnée, la rentabilité financière l'est aussi sous l'effet de la consommation des dividendes distribués à la condition que le taux de profit distribué soit supérieur au taux d'intérêt. L'effet de levier classique ($\widehat{re} > i$) joue donc un rôle crucial, puisque c'est la condition nécessaire et suffisante à l'inégalité $\widehat{rf} - g > 0$.

B.5 Équilibre du modèle et rentabilité financière

L'équilibre du modèle qui correspond à la réalisation des anticipations des entrepreneurs peut être retrouvé à partir de la définition de la rentabilité financière rf de l'annexe B.4. Dans ce cadre, l'équilibre correspond à l'égalisation suivante : $rf = \widehat{rf}$. Soit :

$$\begin{aligned}
 rf &= (\rho + 1)g + (1 - s_P)(\widehat{rf} - g) + (1 - s_P)\rho i - \rho i = \widehat{rf} \\
 (\rho + 1)g + (1 - s_P)\widehat{rf} - (1 - s_P)g - s_P \cdot \rho i - \widehat{rf} &= 0 \\
 g(\rho + s_P) - s_P \cdot \widehat{rf} - s_P \cdot \rho i &= 0 \\
 g(\rho + s_P) - s_P(\rho i + \widehat{rf}) &= 0 \\
 g \cdot \rho + s_P \cdot \rho - s_P \cdot \rho i - s_P \cdot \widehat{rf} &= 0 \\
 g \cdot (\rho - s_P \cdot i) + g \cdot s_P - s_P \cdot \widehat{rf} &= 0 \\
 \rho &= \frac{s_P \cdot \widehat{rf} - g \cdot s_P}{g - s_P \cdot i} \\
 \rho &= \frac{\widehat{rf} - g}{\frac{g}{s_P} - i}
 \end{aligned}$$

Pour vérifier que la condition sur le taux d'endettement ρ permettant l'égalité $rf = \widehat{rf}$ est bien équivalente à celle qui permet l'égalité $re = \widehat{re}$, nous remplaçons \widehat{rf} par sa définition en fonction de \widehat{re} , soit $\widehat{rf} = (1 + \rho)\widehat{re} - \rho i$.

Nous observons alors que :

$$\begin{aligned}
 \rho &= \frac{\widehat{rf} - g}{\frac{g}{s_P} - i} \\
 \rho &= \frac{(1 + \rho)\widehat{re} - \rho i - g}{\frac{g}{s_P} - i} \\
 \rho &= \frac{s_P \cdot (\widehat{re} + \rho \cdot \widehat{re} - \rho i - g)}{g - i \cdot s_P} \\
 \rho(g - i \cdot s_P) - s_P \cdot (\rho \cdot \widehat{re} - \rho i) &= s_P \cdot (\widehat{re} - g) \\
 \rho(g - i \cdot s_P - \widehat{re} \cdot s_P + i \cdot s_P) &= s_P \cdot (\widehat{re} - g) \\
 \rho &= \frac{s_P \cdot (\widehat{re} - g)}{g - \widehat{re} \cdot s_P}
 \end{aligned}$$

On retrouve bien la même condition d'équilibre qu'à l'annexe B.3, à savoir :

$$\rho_{MIN} = \frac{\widehat{re} - g}{\frac{g}{s_P} - \widehat{re}}$$

B.6 La loi de réalisation des profits en économie ouverte

La production globale d'une économie peut se calculer par la somme des dépenses des agents :

$$PNB + M = I + C_H + C_P + X + G$$

Avec PNB produit national brut, M importations, I formation brute de capital fixe, C_H consommation des salariés, C_P consommation des détenteurs de titres, X exportations et G dépenses gouvernementales.

Cette même production nationale est aussi égale à la somme des revenus des agents :

$$PNB = P + W + T$$

Avec P profit brut après impôts, W revenus salariaux et T recettes gouvernementales.

Nous déterminons alors l'équation de réalisation des profits :

$$I + C_H + C_P + X - M + G = P + W + T$$

$$P = I + C_H - W + C_P + X - M + G - T$$

$$P = I - S_H + C_P + SC + DB$$

Avec C_P consommation des détenteurs de titres, S_H épargne des salariés, SC solde commercial et DB déficit budgétaire de l'État.

Sachant que le profit P est le profit brut des entreprises après impôts, il est égal à la somme des charges d'intérêt INT , des dividendes DIV , de l'autofinancement de l'investissement AUT et de la dépréciation du capital AM :

$$P = INT + DIV + AUT + AM$$

Si l'on reprend l'égalité entre somme des dépenses et somme des revenus des agents, on a :

$$I + C_H + C_P + X - M + G = P + W + T$$

$$W - C_H + P - C_P = I + X - M + G - T$$

$$P - C_P + S_H = I + SC + DB$$

$$AUT + AM + DIV + INT - C_P + S_H = I + SC + DB$$

$$AUT_b + Pd - C_P + S_H = I + SC + DB$$

Avec Aut_b autofinancement brut.

On retrouve l'égalité entre les sources d'épargne dans l'économie et ses destinations :

$$AUT_b + S_P + S_H = I + SC + DB$$

Avec $S_P = Pd - C_P$ épargne des détenteurs de titres.

Le membre de gauche de cette dernière équation résume l'origine des flux d'épargne dans l'économie étudiée et le membre de droite, la destination de ces flux. La somme de l'épargne de l'entreprise – qui appartient en définitive à l'actionnaire –, de l'épargne des détenteurs de titres et de celle des salariés financent l'investissement productif, les acquisitions d'actifs à l'étranger dont le solde commercial est la contrepartie et le déficit de l'État.

En macroéconomie appliquée, les ménages correspondent à la fois aux détenteurs de titres et aux salariés de la macroéconomie théorique. L'épargne des ménages que l'on peut analyser en macroéconomie appliquée, que l'on dénomme S , est donc telle que $S = S_P + S_H$ et l'on obtient :

$$AUT_b + S = I + SC + DB$$

Il importe donc de noter qu'une source de décalage existe entre, d'une part, l'épargne des ménages que l'on peut étudier en macroéconomie appliquée et calculée par les instituts statistiques d'État tels que l'INSEE en France et, d'autre part, l'épargne des salariés qui est discutée dans notre modèle puisque l'épargne des ménages inclut à la fois l'épargne des salariés et l'épargne des détenteurs de titres.

B.7 La comparaison des données et des ratios en base 1980 et en base 2000 de l'INSEE

L'INSEE modifie régulièrement sa base comptable de ses comptes nationaux, et révisé ce faisant certains principes comptables afin de mieux s'adapter aux réalités économiques contemporaines. À cette occasion, cet institut adopte par ailleurs une nouvelle année de référence pour opérer une distinction entre les données en valeur de marchés et les données en volume. L'essentiel de notre travail sur données de comptes nationaux porte sur la base 2000 de l'INSEE. Toutefois, l'analyse des comportements d'investissement et de financement des entreprises sur longue période que nous réalisons au cours du chapitre 2, nécessite de recourir à d'anciennes bases comptables, avec toutes les précautions d'usage que cela impose. Nous nous reportons alors aux données de la base 1980 de l'INSEE mises à disposition par Villa (1994) sur le site du CEPPII, car cette base est la seule à comporter :

- (i) une période commune avec la base 2000 qui permet de se donner une idée des écarts

existant entre les deux bases ; et (ii) des données qui portent sur plusieurs années de la période que nous qualifions de Fordiste ; ces deux éléments étant vrai à la fois pour les comptes de revenus et pour les comptes de patrimoine (en flux comme en stock).

TABLEAU B.11 – Données utilisées en base 1980 de l'INSEE pour la décomposition de la réalisation du taux de profit et pour le ratio de l'endettement sur le stock de capital fixe

Poste des comptes nationaux	Champ	Code Villa (1994)
Stock de capital fixe en bâtiment, en volume	SNF et EI	KNBZE
Stock de capital fixe en matériel, en volume	SNF et EI	KNMZE
Prix de la FBCF en matériel – indice 100 en base 1980	SNF et EI	PIEMAT
Prix de la FBCF en BTP – indice 100 en base 1980	SNF et EI	PIEBTP
Formation brute de capital fixe en logements, en volume	SNF et EI	IZLOG
Formation brute de capital fixe	SNF	P41_SE7
Endettement net	SNF	END1
Excédent brut d'exploitation	SNF	RN2_S7
Revenus distribués des sociétés (dividendes) – Emplois	SNF	R44_SE7
Revenus distribués des sociétés (dividendes) – Ressources	SNF	R44_SR7
Intérêts – Emplois	SNF	R41_SE7
Intérêts – Ressources	SNF	R41_SR7

Source : Villa (1994). Les SNF sont les sociétés non financières et les EI les entreprises individuelles.

Les données disponibles en base 1980 manquent parfois de cohérence. De ce fait, il est difficile de déterminer des ratios comportant strictement les mêmes variables entre la base 1980 et la base 2000. Nous sommes en effet confrontés à deux difficultés importantes : (i) les comptes de revenus des ménages en base 1980 agrègent les comptes des ménages et ceux des entreprises individuelles ; et (ii) certaines données des comptes de patrimoines en base 1980 contiennent quant à elles à la fois des éléments des comptes des sociétés non financières – anciennement sociétés et quasi-sociétés ou SQS – et des entreprises individuelles. De ce fait, nous renonçons tout d'abord à étudier la consommation de revenus financiers par les ménages sur la base des comptes des ménages. Nous l'analysons à partir des comptes de revenus des sociétés non financières, et ce pour les deux bases. Par ailleurs, le stock de capital fixe n'est pas disponible en base 1980 pour les seules sociétés non financières. Ceci

tend à sous-estimer le taux d'accumulation de capital fixe vis-à-vis de la base 2000 ainsi que le ratio d'endettement. En revanche, toutes les variables incluses au dénominateur de nos ratios portent sur les sociétés non financières – à l'exception de la formation brute de capital fixe en logement, ce qui là encore tend à sous-estimer le taux d'accumulation en base 1980.

Nous déterminons un taux d'accumulation de capital fixe, un ratio de la consommation des flux nets d'intérêt et de dividendes sur le stock de capital fixe, un taux de profit brut et enfin un taux de l'endettement net des créances sur le capital fixe. Le tableau B.11 contient les différentes variables disponibles en base 1980 que nous utilisons pour ce faire.

ANNEXE C

Annexes des chapitres 4 et 5

C.1 Répartition sectorielle de l'échantillon des groupes non financiers cotés au SBF 250

TABLEAU C.12 – Répartition en 11 secteurs des groupes du SBF 250 en 2008 - en % de la valeur ajoutée

	Après cylindrage manuel		Base originale	
	Millions d'€	%	Millions d'€	%
Construction	27 346	8,6	27 587	6,4
Industries agricoles et alimentaires	8 659	2,7	9 654	2,2
Industries des biens de consommation	36 231	11,4	56 314	13,1
Industries des biens d'équipement	41 006	12,9	64 561	15,0
Industries des biens intermédiaires	19 338	6,1	44 299	10,3
Commerce de détail	29 662	9,3	30 826	7,1
Commerce de gros	31 243	9,8	62 119	7,4
Transport, communication	16 164	5,1	19 956	4,6
Énergie	81 475	25,6	103 147	23,9
Autres services marchands	27 706	8,7	41 085	9,5
Services administratifs	-	-	1 795	0
TOTAL	318 831	100	431 342	100

Source : Thomson One Banker (2009), calculs de l'auteur.

Note : Le cylindrage est effectué pour la période 1991-2008.

TABLEAU C.13 – Répartition en 8 secteurs de la classification SIC des groupes du SBF 250 en 2008 - en % de la valeur ajoutée

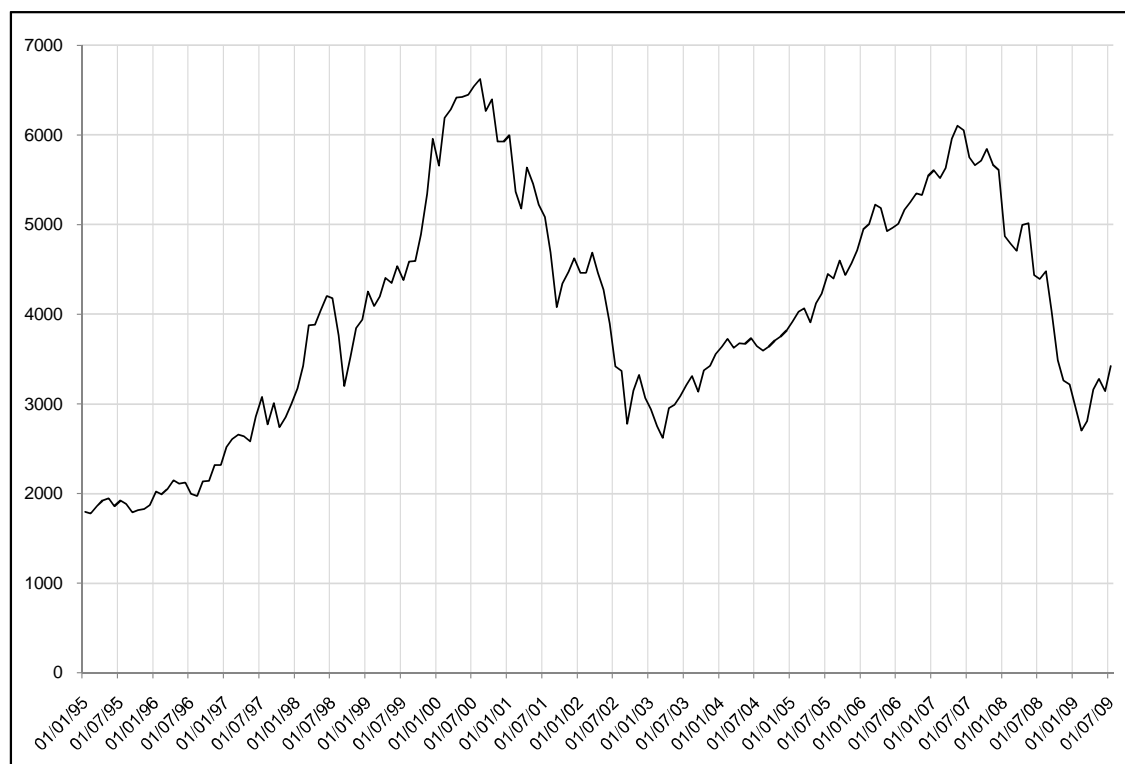
	Après cylindrage manuel		Base originale	
	Millions d'€	%	Millions d'€	%
Mines et constructions (<i>sic1</i>)	84 811	26,6	85 147	19,7
Industries des biens de consommation (<i>sic2</i>)	37 358	11,7	59 418	13,8
Industries des biens d'équipement (<i>sic3</i>)	68 168	21,4	115 703	26,8
Transport, communication, énergie (<i>sic4</i>)	39 882	12,5	62 250	15,1
Commerce (<i>sic5</i>)	60 905	19,1	62 944	14,6
Autres services (<i>sic7</i>)	20 215	6,3	28 776	6,7
Services de santé (<i>sic8</i>)	7 491	2,3	12 309	2,9
Services administratifs (<i>sic9</i>)	-	-	1 795	0,4
TOTAL	318 831	100	431 342	100

Source : Thomson One Banker (2009), calculs de l'auteur.

Notes : Le SIC correspond à la « Standard Industrial Classification ». Par simplification, nous réintroduisons ici le seul groupe appartenant au secteur sic0 – Agriculture et pêche – dans le secteur sic 2. Le cylindrage est effectué pour la période 1991-2008.

C.2 Évolution du CAC 40 depuis le milieu des années 1990

GRAPHIQUE C.1 – Évolution mensuelle en points d'indice du CAC 40 (1995 à 2009)



Source : Yahoo Finance (2011), base 1000 au 31/12/1987.

C.3 Les deux facteurs explicatifs de l'effet de levier

L'effet de levier qui est recherché par les directions d'entreprise à travers leurs stratégies de financement du capital immobilisé qui impliquent d'effectuer un arbitrage entre dettes et fonds propres a pour objectif d'accroître la rentabilité financière dont bénéficient les actionnaires (en tant que propriétaires des fonds propres), par rapport au coût de l'endettement qui se traduit par le versement d'intérêts aux créanciers (rémunérant crédits bancaires ou dettes de marché). Cette différence de rendement se justifie a priori par une différence de risques pris par les détenteurs d'actifs financiers, mais l'appréciation portée dans la pratique sur l'importance que doit atteindre cette différence constitue un sujet éminent de controverse en finance.

L'effet de levier est obtenu à travers deux mécanismes :

- l'existence d'un écart entre le taux de rentabilité économique du capital total immobilisé dans l'entreprise et le taux d'intérêt moyen auquel sont rémunérées les dettes, ce qui permet de rétribuer les fonds propres à un taux de rendement supérieur au taux de rentabilité économique ;
- un taux d'endettement de l'entreprise auprès des créanciers, dont l'accroissement a pour conséquence, pour un taux moyen d'intérêt donné, d'alléger le coût de financement du capital et d'accroître ainsi la part du profit réalisé qui échoit aux actionnaires.

Pour mesurer cet effet au plan comptable, il convient de décomposer le profit de l'entreprise selon les différentes formes de rémunération du capital et, par suite, selon la nature des capitaux engagés :

- le profit net (Pn) de l'entreprise après impôts est réparti entre les créanciers qui perçoivent des intérêts (INT) et les actionnaires qui détiennent le résultat net (Rn), correspondant à la somme des dividendes versés (DIV) et le profit retenu dans l'entreprise (AUT), soit :

$$Pn = INT + Rn \text{ avec : } Rn = DIV + AUT ;$$

- le capital engagé (K) se répartit, quant à lui, entre dettes financières (D) et fonds propres (FP), soit :

$$K = D + FP.$$

En tenant compte des trois formes prises par le profit et les actifs en capital immobilisés à l'actif et au passif de l'entreprise, on distingue trois taux de rendement :

- (re) la rentabilité économique de l'entreprise rapporte le profit net total au capital total engagé, soit :

$$re = \frac{Pn}{K} ;$$

- (i) le taux d'intérêt moyen auquel l'entreprise a contracté ses dettes au cours du temps rapporte les intérêts versés au montant de ses dettes financières, soit :

$$i = \frac{INT}{D} ;$$

- (rf) sa rentabilité financière rapporte le résultat net aux seuls fonds propres, soit :

$$rf = \frac{Rn}{FP}.$$

En utilisant les relations comptables définies ci-dessus, on obtient la formule de l'effet de levier qui détermine la rentabilité financière de l'entreprise :

$$\begin{aligned}
 rf &= \frac{(Pn-INT)}{FP} \\
 rf &= (FP + D) \cdot \frac{Pn}{(FP+D) \cdot FP} - \frac{INT}{FP} \\
 rf &= \frac{Pn}{FP+D} + D \frac{Pn}{FP \cdot (FP+D)} - \frac{INT}{FP} \\
 rf &= re + re \frac{D}{FP} - \frac{INT}{FP} \\
 rf &= re + re \frac{D}{FP} - i \frac{D}{FP} \\
 rf &= re + (re - i) \cdot \frac{D}{FP}
 \end{aligned}$$

Cette dernière formule permet d'isoler deux facteurs explicatifs dans l'effet de levier :

- $(re - i)$ l'écart entre le taux de rendement économique du capital engagé et le taux d'intérêt implicite inhérent aux dettes financières de l'entreprise ;
- $\frac{D}{FP}$ le « levier » proprement dit qui résulte du taux d'endettement de l'entreprise rapportant le montant des créances aux fonds propres.

Source : du Tertre et Guy (2009).

C.4 L'effet de levier dans les comptes nationaux et réévaluation des variables en valeur historique

Pour pouvoir calculer un effet de levier qui ne soit pas affecté par la revalorisation des stocks à leur valeur de marché qu'effectue l'INSEE, nous ramenons les variables de stock qui composent les différents ratios à leur valeur historique, à l'image de ce que réalisent Pamies-Sumner (2008) et Castex (2011). Pour ce faire, chaque poste de stock est recalculé comme suit : nous retirons la valorisation annuelle de chaque poste en conservant 2000 comme année de référence puisqu'il s'agit de l'année de base des prix de l'INSEE, mais conservons les variations en terme de flux (*flux*) et des autres changements de volume et ajustements (*acvj*). De ce fait, nous n'enregistrons aucune réévaluation des stocks passés. Les données ainsi obtenues sont cohérentes avec la comptabilité aux coûts historiques, qui est le principe de valorisation utilisé en particulier dans les comptes de groupes. Compte tenu des retraitements auxquels nous avons procédé, le niveau du ratio en début de période est à prendre avec précaution. En revanche, son évolution est particulièrement informative.

Dans les comptes nationaux de 2009 (INSEE, 2009) que nous utilisons, l'année de base des prix est l'année 2000. Pour les années après 2000, on calcule alors les fonds propres partiellement consolidés à leur coûts historiques $OF_{c_t}^h$ de la façon suivante :

$$OF_{c_t}^h = OF_{c_{(t-1)}}^h + flux \{OF_{c_t}^h\} + acvj \{OF_{c_t}^h\}$$

Avec t = année considérée. Pour les années précédant l'année 2000, on a :

$$OF_{c_t}^h = OF_{c_{(t+1)}}^h - flux \{OF_{c_{(t+1)}}^h\} - acvj \{OF_{c_{(t+1)}}^h\}$$

On détermine par ailleurs la dette financière nette à son coût historique L_t^h après l'année 2000 de la façon suivante :

$$L_t^h = L_{t-1}^h + flux \{L_t^h\} + acvj \{L_t^h\}$$

Pour les années précédant l'année de référence, on a alors :

$$L_t^h = L_{t+1}^h - flux \{L_{t+1}^h\} - acvj \{L_{t+1}^h\}$$

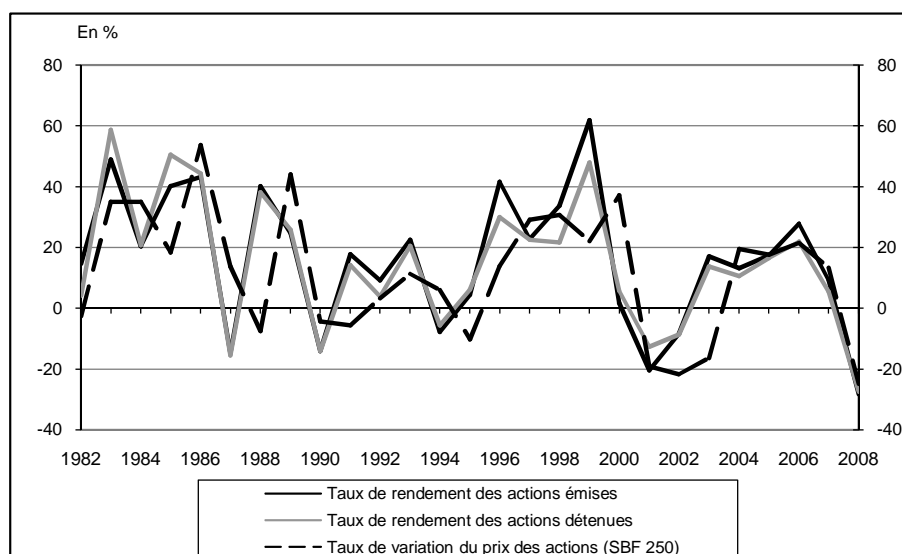
Enfin, pour l'année 2000, on pose $OF_{c_{2000}}^h = OF_{c_{2000}}$ et $L_{2000}^h = L_{2000}$. La dette financière nette et les fonds propres consolidés partiellement sont définis à l'annexe A.1.

ANNEXE D

Annexes du chapitre 6

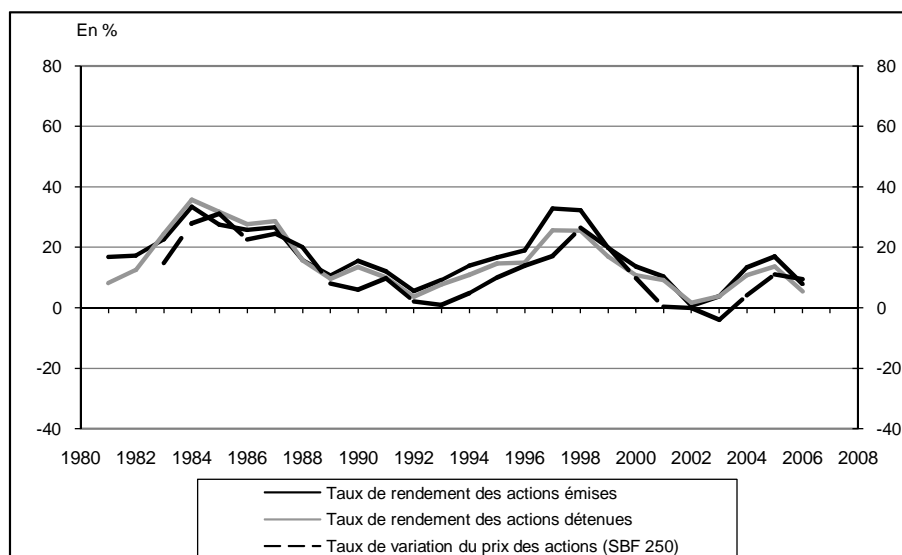
D.1 Ratios de rendement des actions émises et détenues par les sociétés non financières françaises

GRAPHIQUE D.2 – Taux de rendement des actions des sociétés non financières en France de 1982 à 2008



Sources : INSEE (2009), OCDE (2009) et Clévenot *et al.* (2010).

GRAPHIQUE D.3 – Taux de rendement des actions des sociétés non financières en France de 1981 à 2006 - Moyenne mobile sur 5 ans



Sources : INSEE (2009) et OCDE (2009), calculs de l'auteur.

D.2 Bilan simplifié des sociétés non financières dans les comptes nationaux de l'INSEE

TABEAU D.14 – Le bilan des sociétés non financières en comptabilité nationale

Actif	Passif
Actifs non financiers ($p_k K$)	
Autres actifs non financiers (OK)	
Actifs financiers (FA)	Passif financier (FL)
Actifs monétaires (M)	Dette (L)
Autres actifs (OA)	Autres passifs (OL)
Actions ($p_e E_e$)	Actions ($p_e E$)
	Valeur nette (NW)

Actifs financiers : $FA = \text{Actifs monétaires } (M) + \text{Autres actifs } (OA) + \text{Actions détenues } (p_e E_e)$.
 Actif total : $A = \text{Actifs non financiers } (p_k K) + \text{Autres actifs non financiers } (OK) + \text{Actifs financiers } (FA)$.

Les actifs non financiers incluent les actifs fixes (biens en capital), à l'exclusion des actifs en logement et des stocks.

Les Autres actifs non financiers (OK) incluent les actifs en logement et les stocks.

Passif financier : $FL = \text{Dette } (L) + \text{Autres passifs } (OL) + \text{Actions émises } (p_e E)$.

Fonds propres au sens de la comptabilité nationale : $OF = \text{Valeur nette } (NW) + \text{Actions émises } (p_e E)$.

Valeur nette : $NW = \text{Actif total } (A) - \text{Passif financier } (FL) = \Sigma \text{ Profits retenus durant les périodes antérieures} - \Sigma \text{ Valorisation des actions émises nettes}$.

Les variables de stocks sont mesurées à la fin de l'année.

D.3 Tests de Dickey-Fuller Augmenté (ADF) sur les données INSEE

TABLEAU D.15 – Test de Dickey-Fuller Augmenté

Test de racine unitaire : méthode ADF					
Séries	Niveau		Différences premières		Processus
	T(ADF)	Spécification	T(ADF)	Spécification	
K	-1.73	constante ; tendance	-2.88*	constante	I(1)
$p_e \Delta E_e$	-2.36	constante ; tendance	-3.59*	-	I(1)
R	-2.09	constante	-2.53*	-	I(1)
Y	-3.09	constante ; tendance	-3.52*	constante	I(1)
L_{-1}/P	-1.13	constante	-2.44*	-	I(1)
$L/p_k K$	-2.68	constante ; tendance	-2.49*	-	I(1)
$p_e E/(L + OF)$	-1.87	constante	-3.95*	-	I(1)
$p_e \Delta E/(p_k I + p_e \Delta E_e)$					I(1)
r_{ee}	-2.40*	-	-	-	I(0)
r_e	-3.95*	constante	-	-	I(0)
U	-3.59*	constante.	-	-	I(0)
i_a	-2.55	constante	-4.17*	-	I(1)
i_l	-3.17	constante ; tendance	-5.99*	-	I(1)
p_e/p_k	-2.98	constante	-3.50*	-	I(1)
p	-1.85*	constante ; tendance	-	-	I(0)

Notes : les tests sont effectués sur la période 1978-2008. Compte tenu de la petite taille de l'échantillon, la valeur maximum du nombre de retards de la variable dépendante est 1. * Significatif au seuil de 5%. Les valeurs critiques proviennent de MacKinnon (1996).

D.4 Correspondance entre les données Worldscope (Thomson One Banker) et les variables testées en panel

TABLEAU D.16 – Détermination des variables et correspondance avec la base de données Worldscope

Variable	Données Worldscope correspondantes
K	02501 Property plant and equipment - Net + 02652 Total Other assets - 02648 Other assets
Kc	02501 Property plant and equipment - Net
Ki	02652 Total Other assets - 02648 Other assets
P	07240 Net Sales or Revenues + 01051 Cost Of Goods Sold - 01101 Selling, General and Administrative Expenses - 01020 Other Operating Expenses
Y	P + 01084 Staff Costs
L	- 02001 Cash and Short term Investment + 03051 Short term Debt and Current portion of long term debt + 03251 Total Long Term Debt + 18183 Deferred Taxes Credit + 03273 Other Liabilities
OF	03480 Common Stock + 03481 Capital Surplus + (03493 Other Appropriated Reserves + 03497 Unrealized Foreign Exchange Gain/Loss) + 03495 Retained Earnings + 03499 Treasury Stock + 03401 Non Equity Reserves + 03061 Dividends Payable + 03260 Provision for risk and charge + 03426 Minority Interest + 03451 Preferred Stock
rf	$(P - 01151 Depreciation, Depletion and Amortization Expenses - 01149 Amortization Of Intangible - 01701 Preferred Dividend Requirements + 01253 Extraordinary Credit Pretax + 01262 Other Income/Expenses Net - 01254 Extraordinary Charge Pretax - 01301 Reserves Increase/Decrease + 01505 Discontinued Operations + 01503 Equity In Earnings + 01267 Pretax Equity In Earnings + 01601 Extraordinary Items & Gain/Loss Sale Of Assets + 01504 After Taxes Other Incomes Or Expenses) / OF$
r	$(01251 Interest Expense On Debt - (01016 Interest Income + 01255 Interest Capitalized)) / L$
E_e	02256 Investment in Unconsolidated Subsidiaries + 02250 Other Investments + 02258 Long Term Receivables + 02648 Other assets
E	03480 Common Stock + 03481 Capital Surplus

Notes : la colonne de droite contient les données Worldscope et l'identifiant associé.

D.5 La Classification Industrielle Standard (SIC) disponible dans World-scope

TABLEAU D.17 – Codes SIC utilisés pour les estimations et définitions

Code SIC	Secteur correspondant	Nombre de groupes
<i>sic0</i>	Agroalimentaire, Pêche et Agriculture	1 groupe
<i>sic1</i>	Mine et Construction	11 groupes
<i>sic2</i>	Industrie des Biens de Consommation	41 groupes
<i>sic3</i>	Industrie des Biens en Capital	49 groupes
<i>sic4</i>	Transports, Communication, Electricité, Gaz et Services d'Hygiène	28 groupes
<i>sic5</i>	Commerce	30 groupes
<i>sic7</i>	Autres services	38 groupes
<i>sic8</i>	Services de santé	15 groupes
<i>sic9</i>	Services Administratifs	2 groupes

D.6 Statistiques descriptives des variables issues des comptes de groupes

TABLEAU D.18 – Statistiques descriptives des variables avant et après retraitements

Variable	Retraitement	Nombre d'observations	Moyenne	Écart-type	Min.	Max.	% données supprimées
$\frac{I}{K}$	Avant	2624	0,609	21,289	-1,986	1090,2	4,95%
	Après	2494	0,153	0,14	-0,035606	0,842	
<i>re</i>	Avant	2621	51209,28	2621660	-4,828	1,34e+08	4,96%
	Après	2491	0,393	0,327	-0,01	1,967	
<i>r</i>	Avant	3188	-4385,481	247616,5	-1,40e+07	9,235298	4,96%
	Après	3030	0,051	0,064	-0,212	0,333	
<i>rf</i>	Avant	3187	0,075	4,648	-239,697	18,56	4,96%
	Après	3029	0,182	0,147	-0,307	0,673	
$\frac{L}{K}$	Avant	2811	-39794,98	2109591	-1,12e+08	64,739	4,98%
	Après	2671	0,255	0,623	-2,811	1,907	
$\frac{L}{OF}$	Avant	3283	1,011	14,446	-43,523	614,684	4,99%
	Après	3119	0,472	0,742	-0,918	3,613	

Source : Thomson One Banker (2009), calculs de l'auteur à partir de Stata 11.1.

Bibliographie

- ACCARDO J., CHEVALIER P., FORGEOT G., FRIEZ A., GUÉDÈS D., LENGART F. ET PASSERON V. (2007), « La mesure du pouvoir d'achat et sa perception par les ménages », in INSEE, *L'économie française - Comptes et dossiers*, Paris : INSEE Références, pp. 58–86.
- AGGARWAL R., BERRILL J., HUTSON E. ET KEARNEY C. (2011), « What is a multinational corporation ? Classifying the degree of firm-level multinationality », *International Business Review*, vol. 20, no. 5, pp. 557–577, October.
- AGLIETTA M. (1976), *Régulation et crises du capitalisme*, coll. Opus, Paris : Odile Jacob, réédition de 1997, 3ème éd.
- (1998), « Le capitalisme de demain », *Note de la Fondation Saint-Simon*, no. 101, novembre.
- (2001), « Système financier et régime de croissance », *Revue d'Économie Financière*, vol. 1-2001, no. 61, mai.
- (2003), « Le risque systémique dans la finance libéralisée », *Revue d'Économie Financière*, vol. 70, pp. 33–50.
- (2008), *Macroéconomie financière*, coll. Grands Repères, Paris : La Découverte, 5ème éd.

- AGLIETTA M. ET BERREBI L. (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, coll. économie, Paris : Odile Jacob.
- AGLIETTA M. ET BRETON R. (2001), « Financial systems, corporate control and capital accumulation », *Economy and Society*, vol. 30, no. 4, pp. 433–466, November.
- AGLIETTA M. ET MOUTOT P. (1993), « Le risque de système et sa prévention », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, no. 41, pp. 21–53.
- AGLIETTA M. ET REBÉRIOUX A. (2004), « Du capitalisme financier au renouveau de la social-démocratie », *Prisme*, no. 5, Centre Cournot pour la Recherche en Économie, octobre.
- (2004a), *Dérives du capitalisme financier*, Paris : Albin Michel.
- AGLIETTA M. ET RIGOT S. (2009), *Crise et rénovation de la finance*, coll. économie, Paris : Odile Jacob.
- ALBOUY M. (2006), « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue française de gestion*, vol. 32, no. 160, pp. 139–157, janvier.
- ALLAIN O. (2009), « La modération salariale. Le point de vue (néo-)kaleckien », *Revue économique*, vol. 60, no. 1, pp. 81–108, janvier.
- AMABLE B. (2005), *Les cinq capitalismes. Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, coll. Économie humaine, Paris : Seuil.
- AMBROSI P. (2007), « Référendum sur les 40 heures chez Continental Sarreguemines », *Les Echos*, no. 20069, p. 22, 17 décembre.
- AMECO (2011), « The Annual macro-economic database », http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm.
- ANDERSSON T., HASLAM C. ET LEE E. (2006), « Financialized accounts : Restructuring and return on capital employed in the S&P 500 », *Accounting Forum*, vol. 30, no. 1, pp. 21–41, March.

- ANDERSSON T., HASLAM C., LEE E., KATECHOS G. ET TSITSIANIS N. (2010), « Corporate strategy financialized : Conjuncture, arbitrage and earnings capacity in the S&P 500 », *Accounting Forum*, vol. 34, no. 3-4, pp. 211–221, September-December.
- ANDERSSON T., HASLAM C., LEE E. ET TSITSIANIS N. (2007a), « Financialized accounts : A stakeholder account of cash distribution in the S&P 500 (1990-2005) », *Accounting Forum*, vol. 31, no. 3, pp. 217–232, September.
- (2007b), « Share buy-backs, mark to market and holding the financial line in the S&P 500 », *Accounting Forum*, vol. 31, no. 2, pp. 165–178, June.
- ARELLANO M. ET BOND S. R. (1991), « Some Tests of Specification for Panel Data : Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations », *Review of Economic Studies*, vol. 58, no. 2, pp. 277–297.
- ARTUS P. (2002), « Prime de risque et nature du risque », *Flash*, no. 187, CDC IXIS Capital Markets, août.
- (2007), « Profitabilité : sociétés cotées et ensemble des entreprises », *Flash Économie*, no. 355, Natixis, septembre.
- (2008), « Comment mieux assurer la stabilité financière ? », *Flash Économie*, no. 221, Natixis, mai.
- (2009a), « La finance s’ajuste aux désirs (déraisonnables) de l’économie réelle », *Flash Économie*, no. 481, Natixis, octobre.
- (2009b), « La séquence des bulles avant la crise et maintenant », *Flash Économie*, no. 483, Natixis, octobre.
- (2009c), « Le “capitalisme financier” existe-t-il vraiment ? », *Flash Économie*, no. 29, CDC IXIS Capital Markets, janvier.
- ARTUS P. ET COHEN D. (1998), « Partage de la valeur ajoutée », *Rapport du Centre d’Analyse Stratégique*, no. 2, CAE, Paris : La Documentation française.
- ARTUS P. ET VIRARD M.-P. (2005), *Le capitalisme est en train de s’autodétruire*, Paris : La découverte.

- ASCIOGLU A., HEGDE S. ET McDERMOTT J. (2008), « Information asymmetry and investment-cash flow sensitivity », *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, no. 6, pp. 1036–1048, June.
- ASHWORTH P. ET DAVIS E. P. (2001), « Some Evidence on Financial Factors in the determination of aggregate business investment for the G7 countries », *Discussion Papers*, no. 187, National Institute of Economic and Social Research.
- ASKENAZY P. (2003), « Partage de la valeur ajoutée et rentabilité du capital en France et aux États-Unis : une réévaluation », *Économie et Statistique*, no. 363-364-365, pp. 167–189.
- AUBERT P. ET SILLARD P. (2005), « Délocalisation et réduction d'effectifs dans l'industrie française », in INSEE, *L'Économie française : comptes et dossiers*, Paris : Insee - Référence, pp. 57–89.
- AVIAT A., BRICONGNE J.-C. ET PIONNIER P.-A. (2007), « Richesse patrimoniale et consommation : un lien ténu en France, fort aux États-Unis », INSEE.
- BACHY B. ET SION M. (2005), *Analyse financière des comptes consolidés. Normes IAS/IFRS*, Paris : Dunod.
- BANQUE DE FRANCE (1993), « Méfisto : la maquette du système financier français de la Banque de France », *Cahiers Economiques et Monétaires*, no. 42, pp. 41–95.
- (2008), « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2007 », *Bulletin de la Banque de France*, no. 172, pp. 21–24.
- BARBA A. ET PIVETTI M. (2009), « Rising household debt : Its causes and macroeconomic implications — a long-period analysis », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, no. 1, pp. 113–137, January.
- BARDAJI J., CLAVEL L., CLÉMENT M., BESSONE A.-J., OURLIAC B., PLUYAUD B. ET SORBE S. (2006), « Investissement des entreprises en France et en zone euro : analogies et différences avec le cycle précédent », in INSEE, *Note de conjoncture*, Paris : INSEE Conjoncture, pp. 15–29.

- BARLET C., BLANCHET D., CRUSSON L., GIVORD P., PICART C., RATHELOT R. ET SILLARD P. (2007), « Les flux de main d'oeuvre et les flux d'emplois dans un contexte d'internationalisation », in INSEE, *L'économie française - Comptes et dossiers*, Paris : INSEE Références, pp. 108–131.
- BARRELL R. ET DAVIS E. P. (2007), « Financial Liberalisation, Consumption and Wealth Effects in Seven OECD Countries », *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 54, no. 2, pp. 254–267, May.
- BATAILLE E. (2005), « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », *Bulletin de la Banque de France*, no. 134, pp. 85–108, février.
- BATSCH L. (1999), *Finance et stratégie*, coll. Gestion, Paris : Economica.
- (2002), *Le capitalisme financier*, coll. Repères, Paris : La découverte.
- (2003), « Le recentrage : une revue des approches financières », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, no. 2, pp. 43–65, juin.
- (2005a), « Gouvernance : la faillite d'une approche », in L. Roy, et Marchesnay, *La responsabilité sociale de l'entreprise : : mélanges en l'honneur du Professeur Roland Perez*, Colombelles : EMS, pp. 189–196.
- (2006), « 33 groupes du CAC 40 de 2000 à 2005 : leurs cash-flows gagnés, investis et distribués », *Option Finance*, no. 885, pp. 39–41, 29 mai.
- BAUDCHON H. ET CHAUVIN V. (1999), « Les cigales épargnent-elles ? Une comparaison des taux d'épargne français et américain », *Revue de l'OFCE*, vol. 68, pp. 127–154.
- BEAUD M. ET DOSTALER G. (1993), *La pensée économique depuis Keynes*, Paris : Seuil.
- BELLON J. ET PASTRÉ O. (2004a), « La banque n'existe plus : réflexions sur les métiers bancaires I », *Banque Magazine*, no. 659, juin.
- (2004b), « La banque n'existe plus : réflexions sur les métiers bancaires II », *Banque Magazine*, no. 660, juillet.

- BÉNASSY-QUÉRÉ A., CŒURÉ B., JACQUET P. ET PISANI-FERRY J. (2009), *Politique économique*, Paris : De Boeck, 2ème éd.
- BERGER K. ET DAUBAIRE A. (2003), « L'évolution du taux d'épargne des ménages dans quelques pays de l'OCDE une interprétation basée sur les déterminants de moyen terme », *Revue d'économie politique*, vol. 113, no. 2003/6, pp. 829–849, juin.
- BERLE A. A. ET MEANS G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New-York : Macmillan Publishing Co.
- BERNANKE B. ET GERTLER M. (1989), « Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 79, no. 1, pp. 14–31, march.
- (1990), « Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 105, no. 1, pp. 14–31, february.
- BERNANKE B., GERTLER M. ET GILCHRIST S. (1996), « The Financial Accelerator and the Flight to Quality », *Review of Economics and Statistics*, vol. 78, no. 1, pp. 1–15, february.
- BETBÈZE J.-P. (2003), *Les dix commandements de la finance*, Paris : Odile Jacob.
- BLADES D. (1983), « Mesures possibles du taux d'épargne », *Études spéciales de l'OCDE*.
- BLOT C., LE BAYON S., LEMOINE M. ET LEVASSEUR S. (2009), « De la crise financière à la crise économique. Une analyse comparative France-États-Unis », *Revue de l'OFCE*, no. 110, pp. 255–281, juillet.
- BLUNDELL R. ET BOND S. (1998), « Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models », *Journal of Econometrics*, vol. 87, no. 1, pp. 115–143, August.
- BOUBEL A. ET PANSARD F. (2004), *Les investisseurs institutionnels*, coll. Repères, Paris : La découverte.
- BOURBONNAIS R. (2005), *Économétrie*, coll. Éco Sup, Paris : Dunod, 5ème éd.
- BOURGUINAT H. (1992), *Finance internationale*, coll. Presses universitaires de France, Paris : Dalloz.

- BOYER R. (2000), « Is a finance led growth régime a viable alternative to Fordism », *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, pp. 111–145, February.
- (2003), « Les institutions dans la théorie de la régulation », *Cahiers d'économie politique*, vol. 2003/1, no. 44, pp. 79–101.
- (2004), *Théorie de la régulation. Les fondamentaux*, coll. Repères, Paris : La découverte.
- (2009), « Feu le régime d'accumulation tiré par la finance : La crise des subprimes en perspective historique », *Revue de la régulation*, vol. 5, 1er semestre, <http://regulation.revues.org/index7367.html>.
- BOYER R. ET SAILLARD Y. (2002), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, coll. Recherches, Paris : La Découverte.
- BRAINARD W. ET TOBIN J. (1968), « Pitfalls in Financials Model Building », *American Economic Review*, vol. 58, no. 2, pp. 99–122, May.
- BRENDER A. ET PISANI F. (2004), *La nouvelle économie américaine*, Paris : Economica.
- (2007), *Les déséquilibres financiers internationaux*, coll. Repères, Paris : La découverte.
- BROSSARD O. (1998), « L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude et la liquidité au fondement du cycle ? », *Revue économique*, vol. 49, no. 9, pp. 407–435, mars.
- (2001), *D'un krach à l'autre. Instabilité et régulation des économies monétaires*, Paris : Grasset, le Monde de l'éducation.
- BYRNE J. ET DAVIS P. (2005), « Investment and Uncertainty in the G7 », *Review of World Economics*, vol. 141, no. 1, pp. 1–32, April.
- CADORET I., BENJAMIN C., HERRARD N., MARTIN F. ET TANGUY S. (2009), *Économie appliquée : Méthodes - Applications - Corrigés*, Paris : De Boeck, 2ème éd.
- CARPENTER R. E. ET GUARIGLIA A. (2008), « Cash flow, investment, and investment opportunities : New tests using UK panel data », *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, no. 9, pp. 1894–1906, September.

CASE K. E., QUIGLEY J. M. ET SHILLER R. J. (2005), « Comparing Wealth Effects : The Stock Market versus the Housing Market », *Berkeley Electronic Journal of Macroeconomics, Advances Articles*, vol. 5, no. 1.

——— (2011), « Wealth Effects Revisited 1978-2009 », *NBER Working Paper*, no. 16848, National Bureau of Economic Research, March.

CASTEX P. (2011), « Baisse des taux de profit et d'intérêt en France. Une approche empirique et théorique de la crise », *Revue de la régulation*, no. 9, 1^{er} semestre, <http://regulation.revues.org/index9091.html>.

CAYSSIALS J.-L., DURANT D., VIGNA O. ET VILLETTELLE J.-P. (2008), « La situation financière des sociétés non financières en France 1995-2006. Baisse du taux d'épargne et recours accru à l'endettement », *Bulletin de la Banque de France*, no. 170, pp. 29-48, février.

CAYSSIALS J.-L., KREMP E. ET PETER C. (2007), « Dix années de dynamique financière en France », *Bulletin de la Banque de France*, no. 165, pp. 31-48, septembre.

CETTE G. ET SYLVAIN A. (2009), « Que peut-on dire du partage de la valeur ajoutée en France ? Analyse empirique depuis 1949 », in G. Cette, A. Sylvain, et J. Delpla, *Le partage des fruits de la croissance en France*, Rapport du CAE, no. 85, Paris : La Documentation française.

CHAPUT H., LUU KIM K.-H., SALEMBIER L. ET SOLARD J. (2010), « Patrimoine des ménages début 2010. Une recomposition au détriment de l'épargne-logement », *INSEE Première*, no. 1325, novembre.

CHARREAUX G. (2000), « Gouvernement d'entreprise et comptabilité », in B. Colasse, *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*, Paris : Economica.

——— (2009), « La convergence des systèmes nationaux de gouvernance : une perspective contingente », *Cahier du FARGO*, no. 1090701, juillet, <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1090701.pdf>.

CHAUVIN V. ET DAMETTE O. (2010), « Wealth effect : The French Case », *Document de travail*, no. 276, Banque de France.

- CHAVANCE B. (2007), *L'économie institutionnelle*, coll. Repères, Paris : La Découverte.
- CLEARY S. (1999), « The relationship between firm investment and financial status », *Journal of Finance*, vol. 54, no. 2, pp. 673–692, April.
- CLEARY S., POVEL P. ET RAITH M. (2007), « The U-shaped investment curve : Theory and evidence », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, no. 1, pp. 1–40, March.
- CLERC D. (2009), « Des salaires aux dividendes : la France depuis 1970 », *L'Économie politique*, no. 41.
- CLÉVENOT M. ET GUY Y. (2012), « The distributive conflict in the 'patrimonial regime' through a SFC model », in C. Gnos, et L.-P. Rochon, *Employment, Growth and Development : A Post-Keynesian Approach*, Cheltenham : Edward Elgar.
- CLÉVENOT M., GUY Y. ET MAZIER J. (2010), « Investment and the Rate of Profit in a Financial Context : The French Case », *International Review of Applied Economics*, vol. 24, no. 6, pp. 693–714.
- (2012), « Financiarisation de l'économie française et modélisation post-keynésienne », *Economie appliquée. A paraître*.
- COCHARD M. (2008), « Le commerce extérieur français à la dérive », *Revue de l'OFCE*, no. 106, pp. 29–65, juillet.
- COEN R., EISNER R., RONDINA R. ET DURLAUF S. (2008), « Investment (neoclassical) », in S. Durlauf, et L. Blume, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, London : Palgrave Macmillan.
- COLINET F. ET PAOLI S. (2005), *Pratique des comptes consolidés*, Paris : Dunod.
- COLLARD F. (2000), « L'investissement », in J.-O. Hairault, *Analyse macroéconomique (Tome 1)*, Paris : La Découverte.
- COLLETIS G., AUVRAY T., LAVIGNE S., MONTALBAN M., MORIN F. ET RADURIAU G. (2007), « French Unemployment : A Transatlantic Perspective », *Economic Policy*, vol. 25, pp. 267–291.

- COMBEMALE P. (2010), *Introduction à Keynes*, coll. Repères, Paris : La découverte, 4ème éd.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN (2002a), « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », *Président du groupe : Dominique Plihon, Rapporteurs : Marc-Antoine Kleinpeter, Olivier Passet et Renaud du Tertre*, Commissariat Général du Plan, Paris : La Documentation française, octobre.
- (2002b), « L'appareil statistique français face aux groupes d'entreprises », *Président du groupe : Raoul Depoutot, Rapporteur : Guilhem Bentoglio*, Commissariat Général du Plan, Paris : La Documentation française, novembre.
- CORIAT B. (2008), « L'installation de la Finance en France. Génèse, Formes spécifiques et Impacts sur l'Industrie », *Revue de la régulation*, no. 3/4, novembre, <http://regulation.revues.org/index6743.html>.
- DALLERY T. (2009), « Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization », *Review of Radical Political Economics*, vol. 41, no. 4, pp. 492–515, Fall.
- DE BANDT O. ET HARTMANN P. (2000), « Systemic risk : a survey », *European Central Bank Working Paper Series*, no. 35, European Central Bank.
- DE COMARMOND L. ET FRANÇOIS I. (2010), « Continental négocie des concessions salariales en France : déjà plusieurs cas similaires », *Les Echos*, no. 20721, p. 15, 19 juillet.
- DELAVEAU B. ET DU TERTRE R. (2007), « Quelle appréciation porter sur le redressement de la rentabilité financière des entreprises françaises cotées en Bourse ? », *La note de veille du Centre d'analyse stratégique*, no. 60, mai.
- (2008), « La rentabilité des entreprises en France selon leur taille et leurs potentialités de croissance », *Horizons Stratégiques*, no. 7, pp. 8–29, janvier-mars.
- DESTATIS (2010), « National Accounts », *Database*, Destatis, octobre.
- DÜNHaupt P. (2010), « Financialization and the rentier income share – evidence from the USA and Germany », *IMK Working Paper*, no. 2/2010, IMK.

- DOS SANTOS C. ET ZEZZA G. (2008), « A Simplified, 'Benchmark', Stock-Flow Consistent Post-Keynesian Growth Model », *Metroeconomica*, vol. 59, no. 3, pp. 441–478, July.
- DU TERTRE R. (2000), « La formation des prix dans « l'économie de Keynes », Incertitude et prévision », Thèse de Doctorat, Université de Paris X - Nanterre, décembre.
- DU TERTRE R. ET GUY Y. (2008), « Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des grandes entreprises cotées en France », *Horizons Stratégiques*, no. 7, pp. 30–49, janvier-mars.
- (2009), « Les caractéristiques des grandes entreprises cotées en France à l'ère du capitalisme financier », *Revue de L'IRES*, vol. 2009/3, no. 62.
- DUMÉNIL G. ET LEVY D. (2004), *Capital resurgent, Roots of the neo-liberal revolution*, Harvard : University Press of Harvard.
- DURANT D. (2005), « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », *Bulletin de la Banque de France*, no. 134, février.
- ENGLE R. F. ET GRANGER C. W. (1987), « Cointegration and Error Correction : Representation, Estimation and Testing », *Econometrica*, vol. 55, no. 2, pp. 251–276, March.
- ESRI (2010), « National Accounts », *Database*, ESRI, octobre.
- FABRE K. ET FARJAUDON A.-L. (2007), « Actifs incorporels : IFRS et CAC 40 », *Revue Française de Comptabilité*, no. 405, pp. 44–48, décembre.
- FAMA E. F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, pp. 288–307.
- FAZZARI M. S., HUBBARD R. G. ET PETERSEN B. C. (1988), « Financing Constraints and Corporate Investment », *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 1988, no. 1, pp. 141–206, september.
- (2000), « Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful : A Comment On Kaplan And Zingales », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 115, no. 2, pp. 695–705, May.
- FEDERAL RESERVE BOARD (2010), « Flow of Funds Accounts of the United States », *Database*, FED, octobre.

- FERNANDEZ-CORUGEDO E., PRICE S. ET BLAKE A. (2003), « The dynamics of consumers' expenditure : the UK consumption ECM redux », *Bank Of England Working Paper*, no. 204, Bank Of England.
- FISCHER B., P. P. K. ET SEITZ F. (2004), « The demand for euro area currencies : past, present and future », *European Central Bank Working Paper Series*, no. 330, European Central Bank.
- FMI (2010), « World Economic Outlook Database », *Database*, FMI, octobre.
- FONTAGNÉ L. ET COHEN E. (2005), « Désindustrialisation, délocalisations », *Rapport du Centre d'Analyse Stratégique*, no. 55, CAE, Paris : La Documentation française.
- FONTAGNÉ L. ET TOUBAL F. (2010), « Investissement direct étranger et performances des entreprises », *Rapport du Centre d'Analyse Stratégique*, no. 89, CAE, Paris : La Documentation française.
- FRÄSSDORF A., GRABKA M. ET SCHWARZE J. (2011), « The impact of household capital income on income inequality : a factor decomposition analysis for the UK, Germany and the USA », *The Journal of Economic Inequality*, vol. 9, no. 1, pp. 35–56, March.
- FRIEDMAN M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton : Princeton University Press.
- GALBRAITH J. K. (1975), *Economics and the Public Purpose*, Harmondsworth : Penguin.
- GIBBARD P. ET STEVENS I. (2006), « Corporate debt and financial balance sheet adjustment : a comparison of the United States, the United Kingdom, France and Germany », *Working Paper*, no. 317, Bank of England, December.
- GIVORD P., PICART C. ET TOUTLEMONDE F. (2008), « La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME », in INSEE, *L'économie française*, coll. INSEE Références, Paris : INSEE, pp. 73–99.
- GODLEY W. ET LAVOIE M. (2001-02), « Kaleckian Models of Growth in a Coherent Stock-Flow Monetary Framework : a Kaldorian View », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24, no. 2, pp. 277–312, Winter.

- (2007), *Monetary Economics : An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, San Francisco, basingstoke éd.
- GOMEZ P.-Y. (2009), « La gouvernance actionnariale et financière. Une méprise théorique », *Revue française de gestion*, vol. 35, no. 198-199, pp. 369–391, novembre-décembre.
- GONZALEZ L. ET PICART C. (2005), « Diversification, recentrage et poids des activités de support dans les groupes (1993-2000) », *Économie et statistique*, no. 405/406, pp. 77–97.
- GOODHART C. (1988), *The Evolution of Central Banks*, Cambridge : MIT Press.
- GREENWALD B., STIGLITZ J. E. ET WEISS A. (1984), « Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 74, no. 2, pp. 194–199, May.
- GUEST R. ET SWIFT R. (2008), « Fertility, income inequality, and labour productivity », *Oxford Economic Papers*, vol. 60, no. 4, pp. 597–618, October.
- GUY Y. (2011), « D'une crise à l'autre, l'investissement des grands groupes français pris dans le cycle déflationniste », *Revue d'Économie Industrielle*, no. 134, pp. 105–132, 2^{ème} trimestre.
- HALL R. E. ET JORGENSON D. W. (1967), « Tax Policy and Investment Behavior », *American Economic Review*, vol. 57, no. 3, pp. 391–414, June.
- HAMMER M. (2005), « Consumption, wealth and business cycles in Germany », *Working Paper Series*, no. 1443, CESifo.
- HARVEY R. (2005), « Comparaison des taux d'épargne des ménages. Zone euro/États-Unis/Japon. », *Cahiers statistiques de l'OCDE*, no. 8, avril.
- HAYASHI F. (1982), « Tobin's Marginal q and Average q : a neo-classical interpretation », *Econometrica*, vol. 50, no. 1, pp. 213–224, January.
- HEIN E. (2006), « Interest, Debt and Capital Accumulation : A Kaleckian Approach », *International Review of Applied Economics*, vol. 20, no. 3, pp. 337–352, July.

- (2007), « Interest rate, debt, distribution and capital accumulation in a post-Kaleckian model », *Metroeconomica*, vol. 58, no. 2, pp. 310–339, May.
- (2010), « Shareholder value orientation, distribution and growth \tilde{U} - short- and medium-run effects in a Kaleckian model », *Metroeconomica*, vol. 61, no. 2, pp. 302–332, May.
- HEIN E. ET SCHODER C. (2011), « Interest rates, distribution and capital accumulation - A Post-Kaleckian perspective on the US and Germany », *International Review of Applied Economics*, vol. 25, no. 6, pp. 693–723.
- HEIN E. ET VOGEL L. (2008), « Shareholder value orientation, distribution and growth : short and medium-run effects in a Kaleckian model », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, no. 3, pp. 479–511, May.
- HELLMANN T. ET STIGLITZ J. E. (2000), « Credit and Equity Rationing in Markets with Adverse Selection », *European Economic Review*, vol. 44, no. 2, pp. 281–304, february.
- HERBET J.-B. (2001), « Peut-on expliquer l'investissement à partir de ses déterminants traditionnels au cours de la décennie 90 ? », *Économie et Statistiques*, vol. 2001, no. 341-342, pp. 85–106, juillet.
- HOARAU J.-F. (2006), « Les régimes monétaires en Australie, 1977-2000 : une mise en perspective à l'aide d'un indicateur de distorsion du taux de change réel », *Économie internationale*, no. 105, pp. 85–92, 1^{er} trimestre.
- HOVAKIMIAN A. ET HOVAKIMIAN G. (2009), « Cash Flow Sensitivity of Investment », *European Financial Management*, vol. 15, no. 1, pp. 47–65, January.
- HUBBARD R. G. (1997), « Capital-Market Imperfections and Investment », *Journal of Economic Literature*, vol. 36, no. 3, pp. 193–225, March.
- HUSSON M. (2006), « Finance, hyper-concurrence et reproduction du capital », in S. de Brunhoff, F. Chesnais, G. Duménil, M. Husson, et D. Lévy, *La finance capitaliste*, Paris : Presses Universitaires de France.
- (2009), « La part salariale n'a jamais été aussi basse ! », *L'Économie politique*, no. 42, pp. 193–225, avril.

- (2010), « Le partage de la valeur ajoutée en Europe », *Revue de l'IREs*, vol. 2010/1, no. 64, pp. 47–91, avril.
- INSEE (2009), « Comptes nationaux », INSEE, septembre.
- JEFFERS E. (2005), « Corporate governance : Toward converging models? », *Global Finance Journal*, no. 2, pp. 221–232, novembre.
- JEFFERS E. ET PLIHON D. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des Entreprises », *Revue d'économie financière*, vol. 16, no. 2, pp. 5–20, December.
- (2008), « Capital Structure and Corporate Governance : the French Case », *Corporate Ownership & Control*, vol. 5, no. 2, pp. 427–433, Winter.
- JENSEN M. C. (2001), « Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *European Financial Management*, vol. 7, no. 3, pp. 297–317, September.
- JENSEN M. C. ET MECKLING W. H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305–360, october.
- JOHANSEN S. (1990), « Statistical analysis of cointegration vectors », *Journal of economic dynamics and control*, vol. 12, no. 2-3, pp. 231–254, September.
- JOHANSEN S. ET JUSELIUS K. (1990), « Maximum likelihood estimation and inference on cointegration - with applications to the demand for money », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 52, no. 2, pp. 169–210, May.
- JORGENSEN D. W. (1963), « Capital Theory and Investment Behavior », *American Economic Review*, vol. 53, no. 2, pp. 247–259, may.
- KALDOR N. (1961), *Capital accumulation and economic growth*, London : MacMillan.
- (1966), « Marginal productivity and the macroeconomic theories of growth and distribution », *Review of Economic Studies*, vol. 33, no. 4, pp. 309–319, October.
- KALECKI M. (1937a), « A Theory of Business Cycle », *The Review of Economic Studies*, vol. 4, no. 2, pp. 77–97, February.

- (1937b), « The Principle of Increasing Risk », *The Review of Economic Studies*, vol. 4, no. 16, pp. 440–447, November.
- (1943), *Studies in economic dynamics*, London : Allen & Unwin.
- (1954), *Theory of economic dynamics, an essay on cyclical and long run changes in capitalist economy*, London : Allen & Unwin.
- KAPLAN S. N. ET ZINGALES L. (1997), « Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints ? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, no. 1, pp. 169–215, February.
- (2000), « Investment-Cash Flow Sensitivities Are Not Valid Measures of Financing Constraints », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 115, no. 2, pp. 707–712, May.
- KENNEDY P. (2008), *A Guide to Econometrics*, Malden : Blackwell Publishing, 6ème éd.
- KEYNES J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London : Macmillan.
- KINDLEBERGER C. P. (2005), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Paris : Valor, 4ème éd.
- KNIGHT F. H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston : Houghton Mifflin.
- KOPCKE R. ET BRAUMAN R. (2001), « The Performance of Traditionnal Macroeconomic Models of Businesses' Investment Spending », *New England Economic Review*, vol. 2001, no. 2, pp. 3–39.
- KPODAR K. (2007), « Manuel d'initiation à Stata (Version 8) », Computer Programs, EconWPA, <http://ideas.repec.org/c/wpa/wuwppr/0501107.html>.
- KRUGMAN P. (2001), *La mondialisation n'est pas coupable : Vertus et limites du libre-échange*, coll. Poches Essais, Paris : La découverte.
- LANTENOIS C. (2010), « Direction des sociétés, modèle de reproduction des élites managériales et financiarisation du capitalisme allemand : Enseignements à partir d'un panel de vingt-cinq sociétés cotées », *Revue de la régulation*, no. 8, 2ème semestre, <http://regulation.revues.org/index8959.html>.

- LARMANDE F. ET PONSSARD J.-P. (2008), « EVA Compensation Schemes and Controllability Issues An Empirical Investigation », in M. Vartiainen, C. Antoni, X. Baeten, N. Hakonen, R. Lucas, et H. Thierry, *Reward Management Facts and Trends in Europe*, Lengerich : Pabst Wolfgang Science, pp. 69–96.
- LAVOIE M. (1992), *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Aldershot : Edward Elgar.
- (2004), *L'économie postkeynésienne*, coll. Repères, Paris : La découverte.
- LE ROUX J. (2010), « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2009 », *Bulletin de la Banque de France*, no. 180, pp. 19–26, 2^e trimestre.
- LEETMAA P., RENNIE H. ET THIRY B. (2009), « Household saving rate higher in the EU than in the USA despite lower income. Household income, saving and investment, 1995-2007 », *Eurostat Statistics in Focus*, vol. 29/2009, pp. 1–11.
- LETTAU M. ET LUDVIGSON S. (2004), « Understanding trend and cycle in asset values : reevaluating the wealth effect on consumption », *American Economic Review*, vol. 94, no. 1, pp. 276–299.
- LÓPEZ J. ET MOTT T. (1999), « Kalecki Versus Keynes on the Determinants of Investment », *Review of Political Economy*, vol. 11, no. 3, pp. 291–301, July.
- LORDON F. (2008), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Paris : Raisons d'agir.
- (2009), « A propos de 10 points de PIB. Le paradoxe de la part salariale », La pompe à phynance, Les blogs du Diplo, <http://blog.mondediplo.net/2009-02-25-Le-paradoxe-de-la-part-salariale>.
- LUDWIG A. ET SLØK T. (2004), « The relationship between stock prices, house prices and consumption in OECD countries », *Berkeley Electronic Press*, vol. 4, no. 1, February.
- MACKINNON J. G. (1996), « Numerical distribution functions for unit root and cointegration tests », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 11, no. 6, pp. 601–618, Nov.-Dec.

- MAIRESSE J., MULKAY B. ET HALL B. H. (2001), « Investissement des entreprises et contraintes financières en France et aux Etats-Unis », *Économie et Statistique*, vol. 341-342, pp. 67-84.
- MAJLUF N. S. ET MYERS S. C. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, no. 2, pp. 187-221, july.
- MALKIEL B. G. (2003), « The Efficient Market Hypothesis and Its Critics », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 1, pp. 59-82, Winter.
- MARCAILLOU L. (2010), « Un médiateur nommé chez Continental à Toulouse », *Les Echos*, no. 20785, p. 20, 15 octobre.
- MARCHAL S., BOUKARI M. ET CAYSSIALS J.-L. (2007), « L'impact des normes IFRS sur les données comptables des groupes français cotés », *Bulletin de la Banque de France*, no. 163, pp. 27-42, juillet.
- MARCHAL S. ET SAUVÉ A. (2004), « Goodwill, structures de bilan et normes comptables », *Revue de la stabilité financière*, vol. 4, pp. 134-146, juin.
- MARRIS R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, New-York : Free Press of Glencoe.
- MARTINET A.-C. (2009), « La relation stratégie/finance à la lumière de la crise », *Revue française de gestion*, vol. 35, no. 198-199, pp. 135-150, novembre-décembre.
- MAZIER J. (1999), *Les grandes économies européennes*, coll. Repères, Paris : La Découverte.
- MEDLEN C. (2003), « The Trouble with Q », *Journal of Post keynesian Economics*, vol. 25, no. 4, pp. 693-698.
- MICHALET C.-A. (2007), *Mondialisation, la grande rupture*, coll. Poche, Paris : La Découverte.
- MINSKY H. P. (1975), *John Maynard Keynes*, New York : Columbia University Press.
- (1986), *Stabilizing an unstable economy*, Yale : University Press of Yale.

- (1996), « Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies », *Working Paper*, no. 155, Jerome Levy Economics Institute, April.
- MISHKIN F., BORDES C., HAUTCŒUR P.-C. ET LACQUE-LABARTHE D. (2010), *Monnaie, banque et marchés financiers*, coll. Eco Gestion, Paris : Pearson Education.
- MODIGLIANI F. ET MILLER M. H. (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, vol. 48, no. 3, pp. 261–297, June.
- (1963), « Corporate income taxes and the cost of capital : a correction », *American Economic Review*, vol. 53, no. 3, pp. 433–443, June.
- MORIN F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent*, coll. Économie humaine, Paris : Seuil.
- MOTTIS N. ET PONSSARD J.-P. (2000), « Création de valeur et politiques de rémunération : Enjeux et pratiques », *Les Annales des Mines - Gérer et Comprendre*, no. 60, pp. 78–90, juin.
- (2002), « L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises », *Revue française de gestion*, vol. 28, no. 141, pp. 225–248, mai.
- (2009), « Création de valeur, 10 ans après », *Revue française de gestion*, vol. 35, no. 198-199, pp. 209–226, novembre-décembre.
- MUSCATELLI V. ET HURN S. (1992), « Cointegration and dynamic time series models », *Journal of Economic Surveys*, vol. 6, no. 1, pp. 1–43, March.
- OCDE (2005), « Economic Outlook », no. 78, OCDE, December.
- (2008), *Croissance et inégalité*, Paris : Les éditions de l'OCDE.
- (2009), « OECD.StatExtracts », <http://stats.oecd.org/index.aspx?lang=fr>.
- OFCE (1989), « Perspectives de l'économie française en 1989 et 1990 », *Revue de l'OFCE*, no. 28, pp. 123–141, juillet.
- (2003), « Les infortunes de la vertu », *Lettre de l'OFCE*, no. 243, octobre.

- (2004), « Un monde presque parfait », *Lettre de l'OFCE*, no. 248, avril.
- (2007), « France : relance isolée. Perspectives 2007-2008 pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, no. 103, pp. 31–102, octobre.
- (2010), « La route vers la déflation ? », *Lettre de l'OFCE*, no. 324, octobre.
- OFFICE FOR NATIONAL STATISTICS (2010), « National Accounts », *Database*, ONS, octobre.
- ONARAN O., STOCKHAMMER E. ET GRAFL L. (2011), « Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 35, no. 4, pp. 637–661, July.
- ORHANGAZI O. (2008), « Financialisation and capital accumulation in the non financial corporate sector : a theoretical and empirical investigation on the US economy : 1973-2003 », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, no. 6, pp. 863–886, November.
- ORIO L. ET QUILÈS J.-J. (2009), *Les enjeux de la Théorie générale*, coll. Cursus, Paris : Armand Colin.
- ORLÉAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris : Odile Jacob.
- (2004), « Efficience, finance comportementaliste et convention : une synthèse théorique », in R. Boyer, M. Dehove, et D. Plihon, *Les crises financières*, Rapport du CAE, no. 50, Paris : La Documentation française, pp. 241–270.
- (2005), « The Self-Referential Hypothesis in Finance », in J.-P. Touffut, *The Stability of Finance in Europa*, Paris : Albin Michel.
- (2009), *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, coll. Cepremap, Paris : Rue D'ulm.
- (2010), « L'impossible évaluation du risque », *Prisme*, no. 18, Centre Cournot pour la Recherche en Économie, avril.
- PAIELLA M. (2009), « The Stock Market, Housing and Consumer Spending : a Survey of the Evidence on Wealth Effects », *Journal of Economic Surveys*, vol. 23, no. 5, pp. 947–973.

- PALLEY T. (2007), « The Economics of Outsourcing. How should Policy Respond ? », *Economics Public Policy Brief Archive*, no. 89, Levy Economics Institute.
- PALLEY T. I. (2001), « The Stock Market and Investment : another look at the micro-foundations of q theory », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 25, no. 5, pp. 657–667.
- PAMIES-SUMNER S. (2008), « La rentabilité des entreprises a-t-elle pu justifier le dynamisme de l'investissement ? », *La lettre Trésor-Eco*, no. 44, octobre.
- PANSARD L. (2006), « Les investisseurs institutionnels et leur place sur les marchés financiers », *Cahiers français*, no. 331, mars-avril.
- PICART C. (2003a), « Endettement et internationalisation des groupes », *INSEE Première*, no. 890, mars.
- (2003b), « La remontée de l'endettement des grands groupes à la fin des années 90 », *Document de travail*, no. E2003/03, INSEE, mars.
- (2008), « Les PME françaises : rentables mais peu dynamiques ? », *Document de travail*, no. G2008/01, INSEE.
- PIONNIER P.-A. (2009), « Le partage de la valeur ajoutée en France, 1949-2008 : aspects méthodologiques », *Économie et Statistiques*, no. 422, novembre.
- PLIHON D. (2008), *La monnaie et ses mécanismes*, coll. Repères, Paris : La Découverte, 5ème éd.
- (2009), *Le nouveau capitalisme*, coll. Repères, Paris : La Découverte, 3ème éd.
- REIMERS H.-E. (1992), « Comparison of Tests for Multivariate Cointegration », *Statistical Papers*, vol. 33, no. 1, pp. 335–359, December.
- REINSEL G. C. ET AHN S. K. (1992), « Vector autoregressive models with unit roots and reduced rank structure : estimation, likelihood ratio test, and forecasting », *Journal of Time Series analysis*, vol. 13, no. 4, pp. 353–375, July.
- RINALDI L. ET SANCHIS-ARELLANO A. (2006), « Household Debt Sustainability : What Explains Household Non-Performing Loans ? An Empirical Analysis », *Working Paper Series*, no. 570, European Central Bank, mars.

- ROODMAN D. M. (2003), « XTABOND2 : Stata module to extend xtabond dynamic panel data estimator », *Stata module*, CGDEV.
- SAPIR J. (2008), « Une décade prodigieuse. La crise financière entre temps court et temps long », *Revue de la régulation*, no. 3.
- SAPORTA G. (2006), *Probabilités, analyse des données et statistique*, Paris : Technip, 2ème éd.
- SCHATT A. ET GROSS E. (2007), « Quelle est l'incidence des normes IAS/IFRS sur les capitaux propres des entreprises françaises ? », *Revue Française de Comptabilité*, no. 396, pp. 35–39, février.
- SCIALOM L. (2007), *Économie bancaire*, coll. Repères, Paris : La découverte, 3ème éd.
- SÉNAT (2002-2003), « Les déterminants de l'investissement », *Rapport no. 35 d'information de M. Joseph Kergeris, fait au nom de la délégation du Sénat pour la planification*, Commissariat Général du Plan, Paris : La Documentation française, 29 octobre 2002.
- SERLETIS A. ET KING M. (1997), « Common stochastic trends and convergence of European Union stock markets », *The Manchester School*, vol. 67, no. 1, pp. 44–57, January.
- SERRAZ G. (2009), « Confusion chez Caterpillar, où la base désavoue les syndicats », *Les Echos*, no. 20409, p. 3, 21 avril.
- SEVESTRE P. (2002), *Économétrie*, coll. Éco Sup, Paris : Dunod.
- SIEGEL J. (1999), « The Shrinking Equity Premium », *Journal of Portfolio Management*, vol. 26, no. 1, pp. 10–17, Fall.
- (2005), « Perspectives on the Equity Risk Premium », *Financial Analysts Journal*, vol. 61, no. 6, pp. 61–73, November-December.
- SMITH G. (2008), « Tobin's q », in S. Durlauf, et L. Blume, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, London : Palgrave Macmillan.
- STIGLITZ J. (2010), « The Dangers of Deficit Reduction », *Unconventional Economic Wisdom*, <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz123/English>.

- STIGLITZ J. ET GREENWALD B. (2005), *Économie monétaire. Un nouveau paradigme*, Paris : Economica.
- STIGLITZ J. E. ET WEISS A. (1981), « Credit Rationing and Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, no. 3, pp. 393–411, June.
- STOCKHAMMER E. (2004), « Financialisation and the slowdown of accumulation », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, no. 5, pp. 719–742, September.
- (2005-06), « Shareholder value orientation and the investmentprofit puzzle », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, no. 2, pp. 193–215, Winter.
- (2008), « Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime », *Competition & Change*, vol. 12, no. 2, pp. 184–202, June.
- SYLVAIN A. (2001), « Partage primaire du revenu et rendement du capital : quelques repères empiriques pour plusieurs grands pays industrialisés », *Bulletin de la Banque de France*, no. 93, pp. 73–89, janvier.
- (2007), « Partage de la valeur ajoutée dans les pays industrialisés », *Revue de l'OFCE*, no. 100, pp. 203–225, janvier.
- (2008), « Part des salaires et mondialisation : une analyse économétrique pour treize pays de l'OCDE, 1970-2002 », *Revue de l'OFCE*, no. 114, pp. 93–132, 2^{ème} trimestre.
- TAYLOR L. (1985), « A Stagnationist Model of Economic Growth », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 9, no. 4, pp. 383–403, December.
- (2004), *Reconstructing macroeconomics : structuralist proposals and critiques on the mainstream*, Harvard : University Press of Harvard.
- THOMAS R. L. (1997), *Modern Econometrics : an introduction*, Harlow : Addison-Wesley.
- THOMSON ONE BANKER (2009), « Base de données Worldscope », Thomson, septembre.
- TOBIN J. (1969), « A General Equilibrium Approach To Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, no. 1, pp. 15–29, February.

- TOPOROWSKI J. (2000), « Monetary Policy in an Era of Capital Market Inflation », *Macroeconomics*, no. 0004026, EconWPA, October.
- TUFFÉRY S. (2010), *Data Mining et statistique décisionnelle*, Paris : Technip, 3ème éd.
- VAN TREECK T. (2008), « Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies : an ARDL approach », *Metroeconomica*, vol. 59, no. 3, pp. 371–404.
- VERNIMMEN P., QUIRY P. ET LE FUR Y. (2010), *Finance d'entreprise*, Paris : Dalloz-Sirey, 11ème éd.
- VILLA P. (1994), « Un siècle de données macro-économiques », INSEE Résultats, no. 303-304, <http://www.cepii.fr/francgraph/bdd/villa.htm>.
- VILLETTELLE J.-P. ET NIVAT D. (2006), « Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande? », *Bulletin de la Banque de France*, no. 146, pp. 21–31, février.
- VILLIEU P. (2007), *Macroéconomie : L'investissement*, Paris : La Découverte, 2ème éd.
- WINDSOR D. (2009), « Tightening corporate governance », *Journal of International Management*, vol. 15, no. 3, pp. 306–316, September.
- WOOD A. (1975), *A Theory of Profits*, Cambridge : Cambridge University Press.
- WRAY R. (1992), « Alternative theories of the rate of interest », vol. 16, no. 1, pp. 69–89, march.
- (2008), « Financial Markets Meltdown : What Can We Learn from Minsky », *Economics Public Policy Brief Archive*, no. 94, Levy Economics Institute.
- (2009), « The rise and fall of money manager capitalism : a Minskian approach », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, no. 4, pp. 807–828, July.
- WRAY R. ET TYMOIGNE E. (2008), « Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky : The Financial Theory of Investment », *Working Paper*, no. 543, Levy Economics Institute, september.

YAHOO FINANCE (2011), « Un siècle de données macro-économiques », <http://fr.finance.yahoo.com/>.

YNESTA (2008), « Households' Wealth Composition Across OECD Countries and Financial Risks Borne by Households », *Financial Market Trends*, no. 2.

Table des matières

Remerciements	iii
Introduction générale	1
Chapitre 1 Investissement et contraintes financières : une revue	9
Introduction	9
1 L'investissement des entreprises en information parfaite	11
1.1 L'accélérateur de demande - prix relatif des facteurs	12
1.2 Le théorème de Modigliani-Miller et la neutralité du mode de finan- cement	14
1.3 La théorie du q de Tobin et la confirmation de la neutralité du mode de financement	18
1.4 Estimations de fonctions d'investissement standard et q de Tobin . .	22
2 Asymétries d'information et coût du capital	24
2.1 Les relations d'agence à l'origine de contraintes pesant sur l'investis- sement	25
2.2 Les asymétries d'information et le rationnement du financement de l'investissement par crédit	27
2.2.1 Évaluation du risque par les banques et rationnement du crédit	27

2.2.2	L'incertitude sur les rendements de l'investissement et le rationnement du financement par émission d'actions	28
2.2.3	Financement externe mixte et rationnement du capital . . .	33
2.3	Asymétries d'information et estimations économétriques de la sensibilité de l'investissement au montant du <i>cash-flow</i> détenu	40
3	Instabilité de l'investissement dans la théorie de Keynes et rôle de la sphère financière chez Kalecki	43
3.1	L'instabilité de l'efficacité marginale du capital keynésienne	43
3.2	Stabilité de la fonction d'investissement de Kalecki et principe du risque croissant	46
4	L'emballlement mécanique du financement externe en période de croissance .	49
4.1	Le modèle d'investissement à deux prix de Minsky	50
4.2	L'emballlement de l'investissement engendré par l'euphorie financière	53
4.3	Le retournement des marchés financiers à l'origine de la chute de l'investissement	54

Chapitre 2 La tendance dépressive en longue période du régime d'accumulation financiarisé 57

Introduction	57
1 L'émergence d'un nouveau régime d'accumulation	60
1.1 L'entrée du régime d'accumulation fordiste dans la crise des années 1970	61
1.2 La transition vers un nouveau régime d'accumulation au cours des années 1980	63
1.3 La libéralisation financière et l'instauration d'un nouveau modèle de gouvernance des entreprises	64
1.3.1 Le régime international domine la hiérarchie des formes institutionnelles	64
1.3.2 La gouvernance des firmes dans le capitalisme financiarisé .	66
1.4 La valeur actionnariale comme variable stratégique dans la croissance des entreprises	68

2	La déconnexion entre le taux de profit et le taux d'accumulation au cœur de la contrainte de bouclage du régime d'accumulation financiarisé	71
2.1	Le taux d'accumulation du capital contraint par l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale	71
2.2	Le paiement de revenus financiers importants et la contrainte pesant sur la réalisation du profit des entreprises	75
2.2.1	Le rôle de la consommation du profit distribué dans la réalisation du taux de profit	76
2.2.2	Conditions d'équilibre du modèle et pression sur le financement de l'investissement par endettement dans le régime d'accumulation financiarisé	77
2.2.3	Les origines macroéconomiques de la rentabilité financière des entreprises	79
2.3	Les composantes de la demande globale conditionnant la réalisation du profit des entreprises en économie ouverte	80
3	Vérification empirique de la nécessité de consommer les revenus financiers dans le régime d'accumulation financiarisé	82
3.1	La déconnexion entre taux de profit et taux d'accumulation	83
3.2	Les pressions exercées par les actionnaires sur la distribution des profits	86
3.2.1	Le versement de revenus financiers par l'ensemble des entreprises implantées en France depuis les années 1960	87
3.2.2	Le versement de revenus financiers des groupes cotés en France depuis le début des années 1990	90
3.3	La consommation des profits distribués et la hausse du taux de profit des entreprises implantées en France	92

Chapitre 3 La contrainte de débouchés dans le régime d'accumulation financierisé	99
Introduction	99
1 La transformation du partage primaire de la valeur ajoutée en France	101
1.1 Un partage de la valeur ajoutée en défaveur des salariés en France à partir de 1987	102

1.2	Une déconnexion entre la progression du salaire réel et la progression de la productivité moyenne du travail	108
1.2.1	La décomposition du coût salarial unitaire	108
1.2.2	Évolution du coût salarial unitaire dans quatre pays	109
1.3	Le niveau élevé du taux de marge des groupes cotés	112
2	Mondialisation et pression sur la part salariale	113
2.1	Principe de la valeur actionnariale et délocalisations	114
2.2	L'internationalisation de l'activité des groupes	116
3	Évolution du taux d'épargne des ménages en France et effets de richesse	120
3.1	La faiblesse récente du taux d'épargne des ménages	121
3.2	Les effets de richesse en France et le comportement d'épargne des ménages	126
3.3	La financiarisation du patrimoine et l'endettement des ménages	129
4	L'investissement limité par la cohérence macroéconomique du régime d'accumulation financiarisé	132
4.1	Rôle de la demande publique et de la demande extérieure dans la réalisation du profit en France au cours de la période où domine la finance de marché	133
4.2	Récapitulatif des facteurs de la réalisation du profit dans le régime d'accumulation financiarisé français	134
4.3	Financement de l'investissement des entreprises françaises par endettement et stabilité du régime d'accumulation	135
4.4	Le rôle moteur des grands groupes dans le comportement d'endettement des entreprises	138
Chapitre 4 La finance de marché et le cycle financier d'investissement		143
	Introduction	143
1	Les caractéristiques de la fragilité endogène des bilans d'entreprise dans le régime d'accumulation financiarisé	147
1.1	La montée en puissance des actionnaires et l'adoption d'un nouveau modèle de gouvernance dans les entreprises	147

1.1.1	L'évolution de la gouvernance des entreprises sous l'influence des investisseurs institutionnels	148
1.1.2	L'adaptation du modèle <i>shareholder</i> dans les grandes entreprises françaises	153
1.2	La stratégie industrielle des entreprises mise au service des exigences de rendement des actionnaires	158
1.2.1	Le périmètre d'activité de l'entreprise utilisé comme moyen d'accroître sa rentabilité financière : le rôle déterminant de la croissance externe	159
1.2.2	La mesure de la création de valeur actionnariale : le modèle EVA-MVA	162
1.3	L'effet de levier utilisé comme moyen financier pour répondre aux exigences de rendement des actionnaires	166
1.4	La fragilité endogène des bilans d'entreprise et les caractéristiques du régime d'accumulation du capital	169
1.4.1	Une fragilité accrue des bilans d'entreprise en passant du régime fordiste au régime d'accumulation financiarisé	170
1.4.2	La succession de deux cycles financiers distincts depuis l'avènement du régime d'accumulation financiarisé	172
2	Les fluctuations de l'investissement des entreprises françaises au cours du cycle financier d'investissement dans les décennies 1990 et 2000	175
2.1	L'accélération de l'investissement au cours de la phase d'emballement du cycle financier	176
2.1.1	La montée de l'investissement sous l'impulsion de la croissance externe	176
2.1.2	La croissance externe comprise comme le moyen d'accroître la rentabilité financière de l'entreprise	180
2.2	Les modalités de financement de l'investissement au service des intérêts à court et à long termes des actionnaires	186
2.2.1	Le redressement de la capacité d'autofinancement des entreprises	187

2.2.2	Le recours à l'endettement comme variable stratégique d'ajustement	195
Chapitre 5 L'investissement face au risque de la déflation		201
	Introduction	201
1	La fragilité endogène des bilans d'entreprise inhérente au levier d'endettement	203
1.1	L'effet de levier fondé sur un écart de taux	204
1.1.1	Le cas des grands groupes internationaux cotés en France	204
1.1.2	Le cas des entreprises opérant sur le territoire national	209
1.2	Le taux d'endettement des entreprises lié à leurs cours boursiers	218
2	La montée endogène de la fragilité financière des bilans sous l'effet de la hausse des cours boursiers	220
2.1	La fragilité financière des entreprises au cours de la phase d'emballement : envolée du financement externe et risques imputables aux <i>goodwills</i>	221
2.1.1	Le financement externe de l'investissement et la fragilité financière endogène	221
2.1.2	La mesure des <i>goodwills</i> et la sous-estimation des risques d'endettement	225
2.2	La fragilité financière entretenue par la stratégie de redistribution du <i>free cash flow</i>	227
3	Les manifestations du surendettement des entreprises et le risque d'une spirale déflationniste	229
3.1	L'éclatement d'une crise financière et l'apparition d'un risque systémique	231
3.2	La crise financière des valeurs technologiques : un événement systémique de type « catastrophe »	232
3.3	La crise financière des actifs titrisés : un événement systémique de type « domino »	233
3.4	Les entreprises confrontées au risque de la déflation	235
Chapitre 6 Modélisations économétriques du comportement d'investisse-		

ment des entreprises dans le régime d'accumulation financiarisé	239
Introduction	239
1 Modélisation de l'investissement et financement de l'activité dans un cadre post-keynésien de type Stock-Flux Cohérent	242
1.1 Un cadre SFC post-keynésien simplifié	242
1.2 Stratégies de croissance dans le cadre du modèle SFC	246
1.3 Financement de l'activité des entreprises et bouclage du modèle	247
1.3.1 Bouclage du modèle par la dette	247
1.3.2 Bouclage du modèle par l'émission d'actions	248
2 Comportement d'investissement et de financement des entreprises résidant sur le territoire français depuis le début des années 1980 : une analyse VECM	250
2.1 Spécification empirique	250
2.1.1 Équations de comportement des entreprises françaises	251
2.1.2 Modélisation VECM	257
2.2 Résultats	261
2.2.1 Croissance interne	261
2.2.2 Investissement financier	264
2.2.3 Émission d'actions des entreprises résidant sur le territoire français	265
2.2.4 Endettement des entreprises françaises	267
3 Investissement et financement des groupes français cotés depuis le début des années 1990 : l'apport des GMM en différences premières sur données de panel	269
3.1 Spécification empirique	270
3.1.1 Modélisation GMM	270
3.1.2 Équations de comportement des groupes	271
3.1.3 Les données	273
3.2 Résultats	276
3.2.1 Croissance interne	276
3.2.2 Investissement financier	278
3.2.3 Les émissions d'actions et la croissance externe	280
3.2.4 Endettement des groupes	282

4	Enseignements et complémentarité des régressions sur les données de comptabilité nationale et sur les comptes des groupes cotés	283
Conclusion générale		289
Annexes		295
A	Annexes communes aux chapitres 2 à 6	296
A.1	Correspondances des variables issues des comptes nationaux de l'INSEE et de la base de données Worldscope	296
A.2	Les normes IFRS et leur impact sur les comptes consolidés	307
B	Annexes des chapitres 2 et 3	309
B.1	Décomposition du « taux de profit attendu » entre paiement des charges d'intérêt et rémunération des actionnaires	309
B.2	Détermination du « taux de profit distribué » de l'entreprise	309
B.3	Conditions d'équilibre du modèle	310
B.4	Décomposition de la rentabilité financière globale	311
B.5	Équilibre du modèle et rentabilité financière	313
B.6	La loi de réalisation des profits en économie ouverte	313
B.7	La comparaison des données et des ratios en base 1980 et en base 2000 de l'INSEE	315
C	Annexes des chapitres 4 et 5	318
C.1	Répartition sectorielle de l'échantillon des groupes non financiers cotés au SBF 250	318
C.2	Évolution du CAC 40 depuis le milieu des années 1990	320
C.3	Les deux facteurs explicatifs de l'effet de levier	320
C.4	L'effet de levier dans les comptes nationaux et réévaluation des variables en valeur historique	322
D	Annexes du chapitre 6	324
D.1	Ratios de rendement des actions émises et détenues par les sociétés non financières françaises	324
D.2	Bilan simplifié des sociétés non financières dans les comptes nationaux de l'INSEE	325

<i>Table des matières</i>	363
D.3 Tests de Dickey-Fuller Augmenté (ADF) sur les données INSEE . . .	326
D.4 Correspondance entre les données Worldscope (Thomson One Banker) et les variables testées en panel	327
D.5 La Classification Industrielle Standard (SIC) disponible dans Worldscope	328
D.6 Statistiques descriptives des variables issues des comptes de groupes	328
Bibliographie	329
Table des matières	354